

Федеральное государственное автономное
образовательное учреждение
высшего образования
«СИБИРСКИЙ ФЕДЕРАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»
Институт экономики, управления и природопользования
Кафедра международных экономических отношений

УТВЕРЖДАЮ
Заведующий кафедрой
_____ А.В.Григорьев

« ____ » _____ 2017 г.

МАГИСТЕРСКАЯ ДИССЕРТАЦИЯ
38.04.01 Экономика
38.04.01.05 Международная экономика и торговая политика

Совершенствование модели оценки доходности паевых инвестиционных
фондов с учетом зарубежного опыта

Научный руководитель	_____	<u>ст. преподаватель</u>	<u>Ю.О. Сандулова</u>
Выпускник	_____		<u>А.Ф.Гайсина</u>
Рецензент	_____	<u>директор ООО «Ларго»</u>	<u>С.А. Хасанов</u>

Красноярск 2017

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	3
1Инвестиционные фонды как институт перераспределения ресурсов в экономике.....	8
1.1 Институт инвестиционных фондов:понятие, классификация.....	8
1.2 Развитие инвестиционных фондов в России и за рубежом.....	14
1.3 Анализ деятельности инвестиционных фондов и факторов, оказывающих влияние на их развитие.....	28
2Анализ эффективности паевых инвестиционных фондов в России.....	39
2.1 Методы оценки деятельности паевых инвестиционных фондов в России и за рубежом.....	39
2.2 Алгоритм выбора рационального вложения для инвестора.....	58
3Разработка усовершенствованной модели оценки доходности паевых инвестиционных фондов.....	63
3.1 Характеристика и расчет показателей доходности и риска паевых инвестиционных фондов.....	63
3.2 Модель оценки стоимости паевого инвестиционного фонда.....	82
ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	91
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ.....	97
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ.....	98
ПРИЛОЖЕНИЕ А.....	104
ПРИЛОЖЕНИЕ Б.....	105
ПРИЛОЖЕНИЕ В.....	106
ПРИЛОЖЕНИЕ Г.....	107
ПРИЛОЖЕНИЕ Д.....	108
ПРИЛОЖЕНИЕ Е.....	109

ВВЕДЕНИЕ

Активное функционирование финансовых институтов, которые аккумулируют временно свободные денежные средства одних субъектов экономики для эффективного использования этих средств другими субъектами - один из главных критериев перехода от экспортно-сырьевого к инновационному типу развития.

Доминирующий в экономике России финансовый посредник в виде банковской системы не в достаточной мере справляется с этой задачей в свете того, что в последнее время привлекаемые ими ресурсы носят дорогостоящий и краткосрочный характер.

В отличие от опыта развитых стран, в России очень большое количество сбережений населения не очень активно участвует в финансировании экономики. Именно поэтому становится актуальным развитие в нашей стране таких институтов, которые могли бы осуществить перелив свободных денежных средств населения в финансовые ресурсы фирм, в то же время, предлагая домохозяйствам возможность не только уберечь деньги, но и получить некоторый доход.

Во многих развитых государствах рынок ценных бумаг является той самой альтернативой коммерческим банкам в данном вопросе, а наибольшей популярностью пользуются такие финансовые институты как инвестиционные фонды.

В Российской Федерации инвестиционные фонды получили развитие, в основном, в форме паевых инвестиционных фондов. Паевые инвестиционные фонды с течением времени все сильнее оказывают влияние на рынок ценных бумаг и экономику нашей страны. Однако, если сравнить паевые инвестиционные фонды с их аналогами в других развитых государствах, можно сделать вывод, что этот сегмент в Российской Федерации является в

значительной степени менее развитым.

Проблемам изучения оценки доходности паевых инвестиционных фондов уделяется большое внимание как в России, так и в зарубежных странах. Они нашли отражение в трудах таких исследователей как С. Росс, М. Зельцер, М. Капитан, Л. Крушвиц, Э. Найман, У. Шарп и другие. Однако многие методы оценки не совсем адекватно применимы в условиях российского рынка ценных бумаг, поэтому необходимо их адаптировать.

Таким образом, актуальность темы исследования данной диссертации определяется необходимостью теоретического обоснования развития института паевых инвестиционных фондов в России, выявления свойственных ему черт, недостатков и преимуществ по сравнению с рынками ценных бумаг зарубежных стран, выработки рекомендаций для инвесторов, которые желают инвестировать в ПИФы, адаптации методов оценки, в том числе и зарубежных, под российские реалии.

Целью данной работы является углубленный анализ основ функционирования инвестиционных фондов, разработка алгоритма выбора оптимального инвестиционного решения и адекватной модели, которая поможет инвестору оценить доходность паевого инвестиционного фонда.

Для реализации поставленной цели в данной работе решались следующие задачи:

- определение специфики паевых инвестиционных фондов;
- выделение основных аспектов функционирования фондов;
- систематизация и уточнение классификации инвестиционных фондов;
- исследование проблем развития инвестиционных фондов;
- создание алгоритма выбора ПИФа для инвестора;
- оценка деятельности открытых паевых инвестиционных фондов акций, облигаций и смешанных паевых фондов на современном этапе;
- создание модели оценки стоимости паевого инвестиционного фонда.

Объектом данной работы является инвестиционный фонд как институт российского фондового рынка. Открытый паевой инвестиционный фонд, который был рассмотрен при создании модели оценки стоимости, находится под управлением управляющей компании «ВТБ Капитал Управление Активами».

Предметом данной работы выступают методы и модель оценки доходности паевых инвестиционных фондов.

При написании работы применялись общенаучные методы познания: методы анализа и синтеза при выборе паевых инвестиционных фондов для исследования, а также статистические методы обработки информации. Для решения поставленных задач широко использовались индуктивный и дедуктивный методы, а также метод сравнительного анализа при резюмировании выводов исследования.

Информационной базой для работы послужили законодательные акты Российской Федерации, статистические и аналитические материалы Федеральной службы государственной статистики, документы Национальной лиги управляющих. Кроме вышеперечисленных источников в работе использовались экспертные оценки и расчеты практических исследователей и институциональных инвесторов, публикации в средствах массовой информации российских и зарубежных ученых-экономистов, учебные и справочные пособия, материалы Интернет-ресурсов.

Научная новизна исследования заключается в разработке алгоритма выбора паевого инвестиционного фонда для рационального вложения денежных средств частным инвестором и создании многофакторной модели для оценки стоимости паевого инвестиционного фонда.

Теоретическая значимость исследования заключается в обобщении и систематизации информации относительно инвестиционных фондов как института перераспределения ресурсов.

Практическая значимость исследования заключается в том, что систематизированные методические подходы анализа и оценки паевых инвестиционных фондов позволяют выработать эффективные и обоснованные инвестиционные решения.

В результате исследования получены следующие научные результаты:

- систематизирована и уточнена классификация инвестиционных фондов;
- выделены основные аспекты функционирования фондов;
- разработан алгоритм выбора паевых инвестиционных фондов для рационального вложения денежных средств частного инвестора;
- создана многофакторная модель оценки цены паевого инвестиционного опыта.

Структура работы определяется логикой темы и состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованных источников и приложений.

Во введении обоснована актуальность темы магистерского исследования, определены цель и задачи, раскрыта научная новизна и практическая значимость выводов, содержащихся в работе.

Первая глава выпускной квалификационной работы посвящена рассмотрению теоретических основ функционирования инвестиционных фондов, исторических причин возникновения и эволюции инвестиционных фондов, анализу основ функционирования фондов и выявлению факторов, которые на это функционирование влияют. В этой главе также рассмотрено законодательное регулирование инвестиционных фондов.

Во второй главе проанализированы методы оценки деятельности паевых инвестиционных фондов на современном этапе развития, а также составлен алгоритм выбора оптимального вложения на основе показателей эффективности управления паевым инвестиционным фондом для инвестора.

В третьей главе описаны паевые инвестиционные фонды российских управляющих компаний, произведен расчет показателей эффективности и

создана модель для оценки цены паевого инвестиционного фонда. На основании расчетов произведена сравнительная оценка ПИФов, а также предложены рекомендации для инвестора.

В заключении обобщены основные результаты проведенного исследования, сформулированы выводы.

По материалам диссертационного исследования опубликовано 5 научных статей.

1 Инвестиционные фонды как институт перераспределения ресурсов в экономике

1.1 Институт инвестиционных фондов: понятие, классификация

Инвестиционный фонд - находящийся в собственности акционерного общества либо в общей долевой собственности физических и юридических лиц имущественный комплекс, пользование и распоряжение которым осуществляются управляющей компанией исключительно в интересах акционеров этого акционерного общества или учредителей доверительного управления [4].

Другими словами, инвестиционный фонд - это институт, который предназначен для аккумуляции денежных средств инвесторов. Благодаря фонду эти инвесторы получают возможность попасть на рынки с большим количеством минимальных объемов сделок и возможность привлечь профессионалов к управлению своим портфелем инвестиций. Работа на рынке ценных бумаг требует тщательного анализа большого количества информации и статистических данных, на что у мелкого инвестора обычно не хватает ни времени, ни знаний [10].

К классификации инвестиционных фондов можно подойти с разных позиций:

- классификации, сложившиеся в мировой практике;
- классификации, выделяемые в отечественной практике.

В международной практике выделяют инвестиционные фонды 3 видов:

- корпоративные: эти фонды, как правило, учреждаются в виде акционерного общества;
- контрактные фонды: эти фонды развиты в странах с романо-германской системой права, учреждаются как имущественный комплекс;

- трастовые фонды: эти фонды могут быть созданы в тех странах, где траст закреплен как юридическая концепция, обычно это страны с англосаксонской системой права; участниками траста являются - трасти (попечитель, который является юридическим собственником активов фонда, он несет ответственность перед инвесторами фонда), управляющий, бенефициары (или инвесторы).

Информация об этих фондах представлена в приложении А.

В отечественной практике сложилась более подробная классификация инвестиционных фондов по следующим признакам:

- по способу выхода из инвестиционного фонда;
- по профильному объекту инвестирования;
- по стратегии инвестирования;
- по региону работы;
- по стилю управления;
- по уровню доходности;
- по уровню риска.

Необходимо рассмотреть классификацию по указанным признакам подробнее.

Инвестиционные фонды различаются по способу выхода из них. По способу выхода инвестиционные фонды делятся на четыре типа:

- закрытые инвестиционные фонды;
- интервальные инвестиционные фонды;
- биржевые инвестиционные фонды;
- открытые инвестиционные фонды.

Виды фондов и их основные характеристики систематизированы в приложении Б [8], где представлены закрытые, интервальные, биржевые и открытые фонды.

Наиболее удобными для мелких инвесторов, которые в теории и должны

составлять большинство участников рынка инвестиционных фондов, являются открытые и биржевые фонды, потому что эти фонды предоставляют наибольшую ликвидность, а также способны приносить относительно высокую доходность. Из таких фондов можно выйти практически в любой момент.

Закрытые инвестиционные фонды, как правило, могут приносить инвесторам доходность больше, но при этом и риски, соответственно, выше, чем у открытых и биржевых инвестиционных фондов, а ликвидность - ниже.

Следующий классификационный признак - профильный объект инвестирования. Этот признак отражен в законодательстве [2]. В соответствии с этим признаком выделяется 16 категорий инвестиционных фондов [8].

Каждая из представленных в приложении В категорий инвестиционных фондов предполагает получение дохода из различных источников (от вложения капитала в различные инвестиционные объекты) и нацелена на определенную группу инвесторов. Для некоторых инвестиционных фондов эта группа очень широкая, например, для фондов акций или фондов смешанных инвестиций; во вложениях капитала в такие инвестиционные фонды могут быть заинтересованы различные слои общества (начиная от мелких инвесторов и заканчивая крупными инвесторами, в собственности которых находится большое количество капитала). Некоторые категории инвестиционных фондов, такие как фонд прямых инвестиций, кредитный фонд, интересуют только определенных инвесторов, их называют квалифицированными. Такие инвесторы готовы идти на более крупные риски и вкладывать капитал на долгий срок. Есть инвестиционные фонды, состав потенциальных инвесторов которых несколько ограничен: к ним можно отнести, к примеру, фонды художественных ценностей. Дело в том, что в таких фондах минимальная стоимость инвестиционного пая должна быть не ниже 500 000 рублей [2]. Также к инвестиционным фондам, имеющим ограниченный круг инвесторов, можно отнести индексные фонды, интересные в основном мелким инвесторам,

ведь они, как правило, не являются специалистами высокого уровня на инвестиционном рынке.

Примерную динамику изменения стоимости инвестиционного пая таких инвестиционных фондов можно отследить по фондовому индексу, информация по которому находится в свободном доступе, в большинстве случаев предоставляется в режиме реального времени.

Это значительно экономит время, не требует особенных знаний, но, в то же время, практически не дает возможности переиграть рынок и получить высокую доходность на вложенный капитал. Несмотря на различия потенциальных инвесторов, любая категория инвестиционного фонда нацелена на то, чтобы пайщики получали доход на инвестированный капитал [8].

В целом, в состав активов большинства категорий инвестиционных фондов может входить следующее имущество (с учетом некоторых ограничений) [2]:

- денежные средства, в том числе иностранная валюта, на счетах и во вкладах в кредитных организациях;
- долговые инструменты;
- акции российских и иностранных акционерных обществ;
- доли в уставных капиталах российских обществ с ограниченной ответственностью;
- акции акционерных инвестиционных фондов и инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов;
- имущественные права из опционных договоров (контрактов) и фьючерсных договоров (контрактов), базовым активом которых являются величины процентных ставок;
- имущественные права из опционных договоров (контрактов), базовым активом которых являются фьючерсные договоры (контракты), базовым активом которых являются величины процентных ставок.

В качестве профильного инвестиционного объекта по указанным категориям могут выступать активы, указанные в приложении В [8]. В фонд акций, к примеру, могут входить не только акции, но для удобства рассмотрены только они, т.к. они составляют подавляющее большинство активов паевого фонда. Для фондов облигаций, акций и смешанных фондов установлены определенные ограничения в процентном соотношении. Акции и облигации одноименных фондов должны составлять не менее 50%. В фондах смешанных инвестиций валюта, акции и облигации должны составлять не менее 70%.

Инвестиционные фонды можно классифицировать и по стратегии инвестирования на [8]:

- фонды дохода, которые ориентированы на получение текущих выплат. Как правило, в качестве активов выступают государственные или корпоративные облигации, привилегированные акции;
- фонды роста, ориентированные на рост стоимости инвестиций. В качестве активов выступают акции с различной степенью риска и доходности;
- смешанные фонды, сочетающие в себе обе цели: как получение текущих выплат, так и рост стоимости. Состав активов может быть разнообразным.

Классифицировать инвестиционные фонды можно по региону их работы. В соответствии с географическим признаком выделяют:

- глобальные инвестиционные фонды, инвестирующие денежные средства в активы множества стран.
- региональные инвестиционные фонды, вкладывающие средства в активы в рамках определенного региона.
- национальные инвестиционные фонды, инвестирующие в конкретную страну.

В соответствии со стилем управления инвестиционные фонды принято разделять на активные и пассивные. Если фонд является активным, то его управляющая компания постоянно переформирует инвестиционный

портфель, продавая и покупая активы. Активный стиль управления предполагает:

- отслеживание и приобретение высокоприбыльных ценных бумаг;
- максимально быструю продажу низкоэффективных активов.

Действуя в соответствии с активным стилем, управляющая компания инвестиционного фонда нацелена получить доходность выше рыночной при определенном уровне риска, который, как правило, выше. Если же управляющая компания не ставит перед собой цель получить более доходность выше, чем в среднем предлагает рынок для заданного уровня риска, то такой инвестиционный фонд будет являться пассивным.

В соответствии с пассивным стилем управления управляющая компания изначально создает хорошо диверсифицированный инвестиционный портфель и не изменяет его в течение длительного периода времени. Пассивный стиль управления характеризуется низкими комиссионными издержками, выплачиваемыми управляющей компанией, это выгодно для держателей паев. Но следует отметить, что пассивный стиль управления не принесет пайщикам очень высокой доходности.

Выбор стиля управления инвестиционным фондом во многом зависит от его категории. Например, для индексных инвестиционных фондов характерен пассивный стиль управления, заключающийся в трансформации состава и структуры активов в основном вслед за изменением составляющих частей индекса [8].

В соответствии с уровнем доходности выделяют три вида инвестиционных фондов:

- фонды с высокой доходностью;
- фонды с умеренной доходностью;
- фонды с низкой доходностью.

Также рассмотрим классификационный признак - уровень риска. В таком

случае говорится, что бывают инвестиционные фонды с высоким, средним и низким уровнем риска. Чем выше уровень риска, тем, как правило, выше доходность.

Необходимо отметить, что классификация по доходности и риску носит субъективный характер, т.е. для каждого инвестора критерии разные.

По сроку инвестирования фонды делятся на:

1. Краткосрочные (1 - 5 лет);
2. Среднесрочные (6 - 10 лет);
3. Долгосрочные (11 и более лет).

Следует отметить, что существует много различных подходов к временной классификации. У разных авторов она может различаться.

Внимательное изучение инвестиционных фондов с точки зрения классификации дает инвестору возможность всесторонне увидеть отличия, преимущества и недостатки каждого из фондов. Для инвесторов классификация инвестиционных фондов способствует принятию оптимального инвестиционного решения и выбора адекватной инвестиционной цели.

О законодательном обеспечении деятельности инвестиционных фондов в России можно узнать из Федерального закона от 29.11.2001 № 156 -ФЗ "Об инвестиционных фондах".

1.2 Развитие инвестиционных фондов в России и за рубежом

Первые инвестиционные фонды берут начало своей истории в 20-х годах 19 века в Бельгии. В Швейцарии, Франции, Великобритании и США фонды появились на несколько десятков лет позже. Основные клиенты инвестиционных фондов того времени - это крупные инвесторы с соответствующим капиталом, частные инвесторы действовали через финансовых посредников. С течением времени количество мелких инвесторов

росло большими темпами, появилась потребность в создании регулирующего института. В 1899 г. в Америке появляется первая консультационная фирма. Через десять лет подобных учреждений было уже около десяти [28].

Инвестиционная компания Universal Financial Service располагает данными, согласно которым первые взаимные фонды стали участниками финансовых рынков после того, как в 1870-х годах в Соединенных Штатах Америки был создан первый взаимный фонд денежного рынка. Предпосылкой к его созданию послужило ограничение размера процентных ставок по вкладам в банках. Специализацией фондов денежного рынка являлись инвестиции в краткосрочные долговые инструменты. Так как такие инструменты предполагали высокие доходы для инвесторов, то они очень быстро заняли на рынке сильную и конкурентоспособную позицию.

Кратко описывая деятельность подобных фондов, следует отметить, что смысл заключался в передаче инвестором денежных средств в управление фонда. Инвестор таким образом являлся уже пайщиком. Однако доверие на этом рынке появлялось довольно тяжело. Это было связано с отсутствием достаточно разработанного законодательства, периодическими мировыми кризисами. Одним из главных факторов, необходимым для дальнейшего развития рынка явилась государственная поддержка. По совокупности вышеперечисленных причин количество инвестиционных фондов росло в первой половине 20 века с некоторым замедлением.

В середине 20 века был принят специальный закон о взаимных фондах, который упорядочивал их работу. Законодательство послужило сильным толчком для развития института фондов. Со второй половины 20 века начался активный рост инвестиционных фондов. С 1950-х годов до 1960-х годов сумма денежных средств в управлении фондов увеличилась с 60 млн долларов США до 1 млрд долларов США, а само количество счетов - с 20 тысяч до 325 тысяч.

В конце 1970-х годов произошло событие, которое способствовало

резкому подъему популярности фондов. Банки значительно снизили процентные ставки по вкладам, которые не покрывали даже текущих темпов инфляции. Благодаря ПИФам, инвесторы смогли вкладывать средства в иностранные валюты и иностранные активы. Ставки по этим инструментам приносили до 20% годовых. Инвестиционные фонды стали весьма доходным способом инвестирования и начали пользоваться популярностью среди инвесторов[9].

К 1980-ым годам фонды набрали около 200 млрд долларов активов. Когда котировки акций начали расти, многие инвесторы переориентировались на акции. В течение 80-х годов фонды акций зарабатывали в среднем около 15% годовых. В конце 90-х США фондов США приблизились к 4,5 трлн долларов, общее число фондов превысило 70 тысяч, пайщиков - 150 млн человек. К настоящему времени эта цифра выросла в разы.

Инвестиционные фонды имеют широкое распространение в США и странах Европейского Союза. С учетом многолетнего опыта и стабильности дохода инвестиционные фонды воспринимаются инвесторами как норма отношений гражданина и государства, государства и бизнеса.

Рассмотрим структуру инвестиционных фондов по способу выхода в соответствии с типами, указанными в параграфе 1.1.

На основе данных статистики исследуем структуру инвестиционных фондов по странам Европейского Союза, США, Англии и России [44]. На рисунке 1 представлена структура инвестиционных фондов по способу выхода из них: доли закрытых и открытых инвестиционных фондов. Из графика, представленного на рисунке 1, очевидно, что в Германии и России наибольший удельный вес в закрытых инвестиционных фондов. По профильным объектам инвестирования к 2016 году в странах Евросоюза начали преобладать фонды акций, на втором месте находятся фонды облигаций, затем фонды денежного рынка и смешанные фонды (рисунок 2).

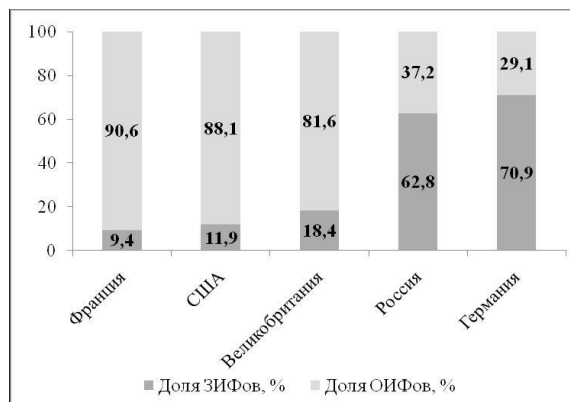


Рисунок 1 - Структура инвестиционных фондов по способу выхода из них в 2016 г., %



Рисунок 2 - Категории ИФ в странах Европейского Союза, %

Информация по США представлена на рисунке 3.

Если говорить о современном состоянии инвестиционных фондов США, Великобритании, азиатских стран, то картина выглядит следующим образом.

Удельный вес активов взаимных фондов в ВВП многих стран вырос за последнее десятилетие почти на десять процентов, в том числе в странах с высоким уровнем доходов - в среднем до 15 процентов, со средним уровнем - в среднем до 5 процентов. В ряде стран США достигли числа, равного 20% ВВП. В США фонды растут примерно в 2 раза каждый год. В странах

Европейского союза активы взаимных фондов увеличиваются в несколько раз. В Бельгии, Дании, Финляндии, Ирландии СЧА равны примерно 35% ВВП. Марокко продемонстрировало еще более высокие темпы прироста, но это было связано с эффектом низкой базы. Домохозяйства активно вкладывались во взаимные фонды.



Рисунок 3 - Категории инвестиционных фондов в США, %

Совокупные активы взаимных фондов США составили 6 трлн долл., стран Европейского Союза - около 3 трлн. Доли Японии и стран Юго-Восточной Азии увеличились не особо сильно. Европейский рынок обладает значительным потенциалом для расширения деятельности инвестиционных фондов [32].

В различных странах паевые инвестиционные фонды называются по-разному, это обусловлено законодательством:

- паевые инвестиционные фонды (Россия);
- взаимные фонды (США);
- общие фонды инвестиций (Италия);
- инвестиционные компании открытого типа (Великобритания);
- паевые трасты и юнит-трасты (Гонконг, Малайзия, Южная Африка);
- инвестиционные трасты (Япония и Великобритания).

Взаимные фонды, инвестиционные компании открытого типа - примеры

фондов корпоративного вида.

Альтернатива контрактным фондам - трасты. Трасты учреждались в Англии и в некоторых других странах. Принятием инвестиционных решений в трастах занимается департамент управления фонда, а непосредственным осуществлением - попечительство. Попечитель несет ответственность перед пайщиками за сохранность их активов. Разделение обязанностей является примером дополнительной защиты фонда и его пайщиков. В странах с традицией британского общего права существуют объединенные трасты. [35].

В некоторых странах законодательно запрещено создание трастов для коллективного управления активами, и в этих странах (страны с романо-германской системой права) развились фонды контрактного типа. Лицензированный управляющий в таких фондах владеет активами, а номинальным держателем является кастодиан. У пайщиков есть право на получение дохода от прироста капитала и дивидендов, но нет права голоса. Пайщик также может продать свои акции и выйти из фонда, если ему не нравится стиль управления инвестиционным фондом. Фонды такого типа представлены в таких странах как Германия (инвестиционные фонды), Италия (взаимные фонды), Швейцария (общие фонды размещения), Япония (инвестиционные трасты) [35].

Таким образом, видно, что со временем подобные фонды распространились по всему миру. Международные инвесторы предпочитают инвестиционные фонды за ряд преимуществ: диверсификация портфеля активов и профессиональное управление при относительно низких затратах. Конечно, зарубежные фонды существенно отличаются от российских, они имеют более долгую и богатую историю возникновения и развития, однако, можно многое позаимствовать из зарубежной практики, чтобы улучшить положение в российской индустрии инвестиционных фондов.

В России же процесс формирования институциональных фондов в сжатые

сроки повторял исторический опыт развитых стран, во многом перенимался опыт в отношении подходов и методов. Инвестиционные фонды в нашей стране стали создаваться в ходе реформ 90-х годов. Все больше людей в стране стало обладать сбережениями, граждане хотели инвестировать свои средства, чтобы получать более высокий доход, чем предлагали банки. Возникла потребность в финансовых посредниках. Кроме того, в России одним из сильных толчков к созданию инвестиционных фондов стала приватизация.

В России на фондовом рынке довольно быстро заметное место стали занимать чековые, а потом и паевые инвестиционные фонды.

Первые инвестиционные фонды - чековые (ЧИФы) - появились в России с момента приватизации. Они должны были аккумулировать приватизационные чеки (ваучеры) физических и юридических лиц путем обмена своих акций на ваучеры для последующего приобретения за них акций приватизированных предприятий. В начале 90-х годов были созданы более 600 ЧИФов, которые аккумулировали более трети всех приватизационных чеков населения страны. С формальной точки зрения ЧИФы успешно справились с поставленной перед ними задачей [8].

В 1996 г. ЧИФы были преобразованы в ПИФы и ОАО, они характеризовались весьма высокой комиссией и хорошими финансовыми результатами. В отличие от других форм коллективного инвестирования, которые рождались без правовой базы, паевые инвестиционные фонды стали создаваться только после того, как ФСФР по рынку ценных бумаг разработала и приняла некоторое законодательство для них. Первым документом, который был призван регулировать деятельность паевых инвестиционных фондов, стал указ Президента РФ № 765 от 26 июля 1995 г. «О дополнительных мерах по повышению эффективности инвестиционной политики Российской Федерации». Положения указа были развиты постановлениями ФКЦБ России. Кроме того, в 1998 г. вышел Указ Президента РФ (№ 193 от 23 февраля 1998 г.),

регламентирующий деятельность инвестиционных фондов в России. В конце 2001 года был принят Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» N 156-ФЗ [8].

Стоит обратить внимание на то, что большинство ПИФов было создано в России не потому, что появилась большая доля населения с достаточно высокими доходами, а в порядке опережения событий, чтобы не пропустить рост российских институциональных инвестиций. Многие учредители, создавая фонды, считали, что работают на перспективу - чтобы занять свою нишу на будущем большом рынке. Существенным фактором выступало также наличие у граждан сбережений, которые по некоторым оценкам, составляли не менее 30 млрд. долларов к середине 90-х годов.

Согласно данным Национальной лиги управляющих (НЛУ) [48] с 1997 по 2002 гг. количество фондов прирастало достаточно медленно. В 1998 г. паевые инвестиционные фонды спокойно пережили финансовый кризис - ни один из ПИФов, действовавших на тот момент, не прекратил свое существование и не ущемил интересы пайщиков. Лишь в 2003 году темпы роста их числа резко возросли, достигнув в 2011 году 1312 фондов [39].

Финансовый кризис 1998г. стал настоящим испытанием для всех финансовых институтов. Примечательно, что сравнительно низкая капитализация рынка ценных бумаг и операций, позволили им пережить кризис 1998г. без крупных убытков, которые были связаны с их деятельностью [13].

Начиная с 2000-х годов, популярность и необходимость инвестиционных фондов начала возрастать. Возможно, это произошло из-за низких процентов по вкладам, высоких темпов инфляции, нестабильности мировых валют. Все это складывалось на финансовом состоянии домашних хозяйств. В 2004-2007 гг. значительно выросли доходы россиян, россияне нуждались в грамотных инвестиционных консультантах. Возможно, их желание сберечь свои средства было связано с мыслями о пенсии, они старались накопить или отложить

средства.

Следует обратить внимание на то, что до 2002 года работали только фонды открытого и интервального типа. Первые закрытые фонды стали функционировать лишь в 2003 году, однако прирост их количества был столь стремительным, что уже в 2008 году эти фонды обогнали открытые ПИФы.

В 2008-м году под воздействием мирового финансового кризиса позитивная динамика, наблюдавшаяся на российском финансовом рынке на протяжении 2005-2007 гг., сменилась глубоким спадом по всем секторам рынка, что отразилось и на рынке ПИФов. Таким образом, 2008 год характеризуется падением стоимости чистых активов (СЧА) фондов всех трех типов.

Такое положение дел подтолкнуло пайщиков к изъятию средств из фондов, что в свою очередь, еще больше усилило снижение показателя стоимости чистых активов. Впервые за всю историю статистики привлечения средств в ПИФы наблюдается также резкий спад притока финансов. Это, вероятно, результат настроения инвесторов на рынке финансов. В 2009 г. падение общего уровня стоимости чистых активов продолжилось, это отразилось на фондах закрытого типа. Открытые и интервальные паевые инвестиционные фонды наоборот показывали положительную динамику.

В 2010 году положительный темп прироста стоимости чистых активов фондов был характерен для всех паевых инвестиционных фондов, и составил 36%. Однако, по итогам 2011 года совокупная стоимость активов 3 типов упала на 0,4%. Что явилось следствием волнений и нестабильностей на мировых финансовых рынках. Информация о числе действующих ПИФов в России с 1996 по 2015 г. г. представлена на рисунке 4 [47].

Информация на конец 2016 года представлена на рисунке 5. Из данных видно, что в России на 31.12.2016 действуют 1277 паевых инвестиционных фондов. Часть фондов не предусмотрена законодательством, к примеру, открытые хедж-фонды или интервальные ипотечные фонды. Закрытые фонды представлены по

всем объектам профильного инвестирования. Наибольшее количество работающих фондов - закрытого типа. Наименьшее – интервального типа.

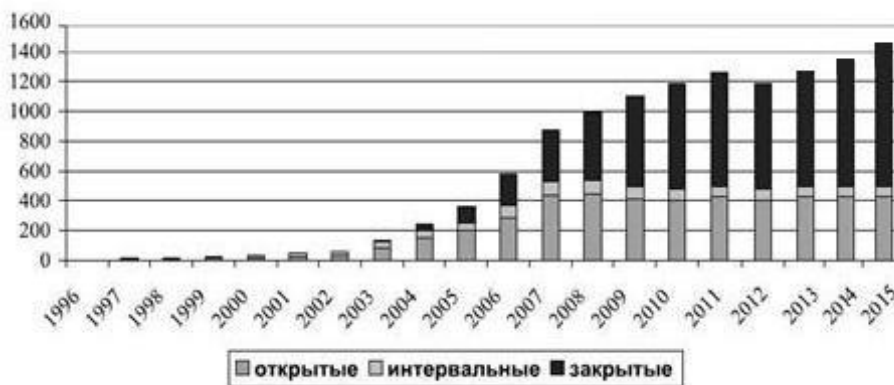


Рисунок 4 - Число действующих ПИФов в России

Ограниченная возможность диверсификации в связи с небольшим количеством обращающихся акций на российском рынке, а также довольно высокий уровень общего риска создали дополнительные трудности для инвестиционных фондов в условиях кризиса. Лишь те фонды, которые осуществляли минимизацию убытков, смогли не допустить существенного снижения их стоимости чистых активов.

В условиях постоянного пребывания финансово-кредитной системы в развитии, чему также способствуют кризисы, происходит изменение ее структуры. При этом одной из движущих сил такого изменения выступает конкуренция, которая наблюдается как на рынке привлечения денежных средств инвесторов, так и на рынке инвестирования этих средств. В этой конкуренции наряду с инвестиционными фондами участвуют и коммерческие банки.

На денежном рынке коммерческие банки конкурируют с инвестиционными фондами денежного рынка, так как доходность этих фондов несколько выше. С банками могут конкурировать и инвестиционные фонды акций и облигаций, обеспечивающие большую ликвидность и доходность.

Делая вывод, следует отметить, что институт инвестиционных фондов может предоставлять более выгодные условия инвесторам.

Количество паевых фондов на 31.12.2016

Категория	Открытые			Интервальные			Закрытые			Всего		
	Зарегистрировано	Формируются	Работают	Зарегистрировано	Формируются	Работают	Зарегистрировано	Формируются	Работают	Зарегистрировано	Формируются	Работают
Фонды акций	105	0	105	7	0	7	23	1	22	135	1	134
Фонды облигаций	72	1	71	0	0	0	4	0	4	76	1	75
Фонды смешанных инвестиций	73	2	71	11	0	11	27	1	26	111	3	108
Фонды денежного рынка	8	0	8	0	0	0	1	0	1	9	0	9
Индексные фонды	18	0	18	0	0	0	0	0	0	18	0	18
Фонды фондов	53	0	53	1	0	1	0	0	0	54	0	54
Фонды товарного рынка				4	0	4	1	0	1	5	0	5
Хедж-фонды				10	0	8	13	0	13	23	0	21
Ипотечные фонды							7	0	6	7	0	6
Фонды художественных ценностей							0	0	0	0	0	0
Фонды венчурных инвестиций							37	0	36	37	0	36
Фонды недвижимости							563	8	536	563	8	536
Фонды прямых инвестиций							178	0	143	178	0	143
Рентные фонды							84	5	74	84	5	74
Кредитные фонды							65	0	58	65	0	58
Всего:	329	3	326	33	0	31	1003	15	920	1365	18	1277

Рисунок 5 - количество ПИФов на конец 2016 г.

Как свидетельствует практика, пока в нашей стране инвесторы предпочитают коммерческие банки, а в странах с развитыми финансовыми рынками, где банки традиционно доминировали, имеется тенденция снижения доли банков в финансовом посредничестве [25].

Если говорить об активах ПИФов, то видим значительный и продолжительный рост в течение нескольких лет, который, однако, сопровождался спадами, например, в 2007 - 2009 годах, в 2015 году. Спады вызваны нестабильностью в экономике. На конец 2016 года СЧА равна 629 884 403 673,42 руб. Информация о показателях представлена на рисунке 6, анализ проведен с 1996 по 2016 годы.

Таким образом, проведенный выше анализ показал, что рынок российских паевых инвестиционных фондов развивается достаточно активно. ПИФы

позволяют обеспечить высокую доходность для пайщиков при относительной простоте работы с ними.

СЧА паевых фондов, руб. с 12.12.1996 по 12.12.2016

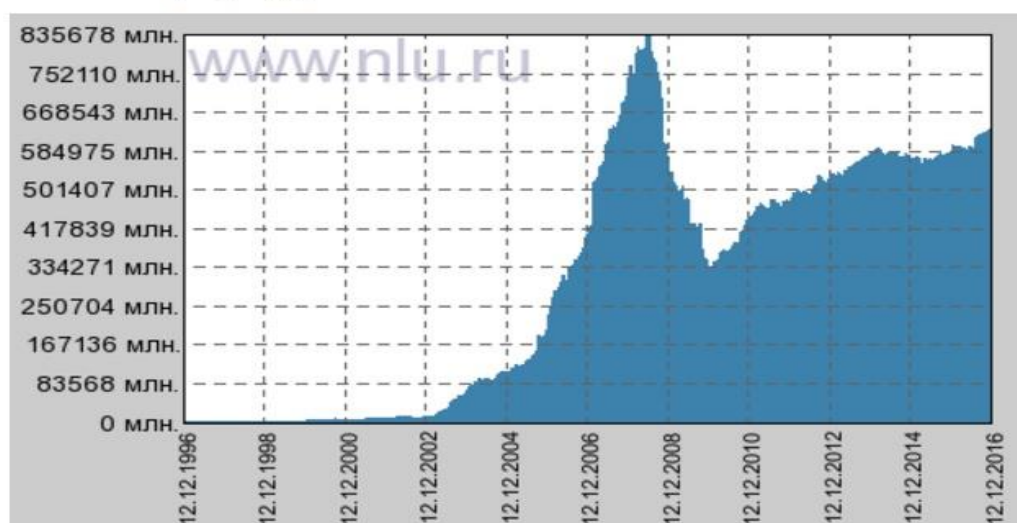


Рисунок 6 - Стоимость чистых активов ПИФов

Поэтому паевые инвестиционные фонды рассматриваются специалистами как перспективный институт коллективного инвестирования на российском финансовом рынке, способный стать альтернативой банковским вложениям.

Роль паевых инвестиционных фондов в современной экономике велика и заключается в размещении сбережений населения с положительной доходностью при умеренных рисках, в повышении инвестиционной привлекательности эмитентов и в привлечении инвестиций, в создании конкурентной среды для развития банковского сектора, содействии повышению стандартов корпоративного управления, в установлении партнерских отношений бизнеса и общества.

Если говорить о моментах, которые затрудняли развитие инвестиционных фондов, то на тот момент им было недостаточно хорошо разработанное законодательство, ведь именно правовая система оказывает сильнейшее влияние на финансовый сектор экономики, способствует его развитию, обеспечивает какие-либо гарантии. Как считают эксперты, законодательство в

нашей стране в сфере институциональных инвесторов нуждается в доработке, в дополнении. В качестве примера незавершенности законодательной базы можно выделить отсутствие эффективных механизмов защиты инвесторов от недобросовестного использования инсайдерской информации и от манипулирования ценами на рынке ценных бумаг.

Но, безусловно, не смотря на все это, институт инвестиционных фондов в Российской Федерации развивается.

На сегодняшний день согласно законодательству Российской Федерации [4], в нашей стране выделяют два вида инвестиционных фондов. Первый - акционерный инвестиционный фонд, второй - паевой инвестиционный фонд.

1. Акционерный инвестиционный фонд.

Акционерный инвестиционный фонд - открытое акционерное общество, исключительным предметом деятельности которого является инвестирование имущества в ценные бумаги и иные объекты. Такие фонды бывают исключительно закрытого типа [4].

2. Паевой инвестиционный фонд.

Паевой инвестиционный фонд - обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителем (учредителями) доверительного управления с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, и из имущества, полученного в процессе такого управления, доля в праве собственности на которое удостоверяется ценной бумагой, выдаваемой управляющей компанией. Паевой инвестиционный фонд не является юридическим лицом. Это его основное отличие от акционерного фонда [4].

Если рассматривать статистические данные на конец 2016 года, то видим, что большую долю занимают фонды недвижимости, это закрытые фонды. Информация представлена на рисунке 7 [47].

Категории паевых инвестиционных фондов

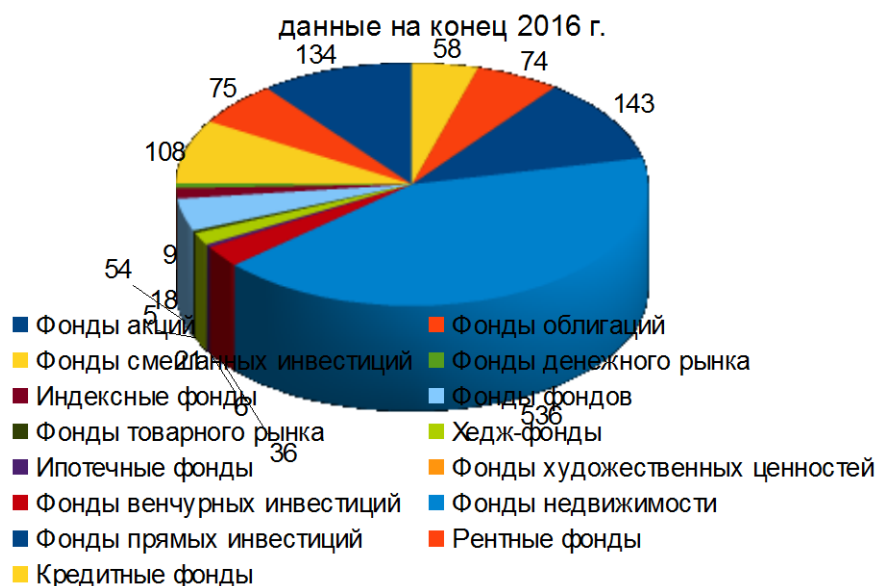


Рисунок 7 - Категории инвестиционных фондов в России, 2016 год

Если рассматривать типы фондов, то на 2016 год преобладают закрытые фонды. Анализ произведен к общему количеству фондов. Информация представлена на рисунке 8 [47].

В 2016 году сложилась следующая ситуация: преобладают закрытые фонды, преобладают фонды недвижимости. Некоторые фонды не предусмотрены законодательством. Существование части фондов не предусмотрено в открытом и интервальном виде. Следует отметить, что в последние годы в условиях экономической нестабильности и кризисных явлений на мировом рынке российские паевые инвестиционные фонды переживают не лучшие времена [47]. В частности, за 2012 год российские паевые инвестиционные фонды потеряли около 10 млрд руб. Больше средств было выведено из российских ПИФов только в кризисные годы: в 2008 году они потеряли 16,5 млрд руб., а в 2009-м - 11,7 млрд [52].

Типы паевых инвестиционных фондов

данные на конец 2016 года



Рисунок 8 - Типы паевых инвестиционных фондов в России

По данным портала investfunds.ru [47] с января 2016 года по декабрь 2016 года отток денежных средств из фондов составил около 13 777 237 597,38 руб. Тем не менее в российской экономике в последние годы в условиях жесткой финансовой конкуренции прослеживаются устойчивые тенденции к росту как числа паевых инвестиционных фондов, так и стоимости их чистых активов.

1.3 Анализ основ деятельности инвестиционных фондов и факторов, оказывающих влияние на их развитие

Все основы деятельности инвестиционных фондов представлены в Федеральном законе от 29.11.2001 N 156 -ФЗ "Об инвестиционных фондах" [4]. Федеральный закон регулирует отношения, связанные с привлечением денежных средств и иного имущества путем размещения акций или заключения договоров доверительного управления в целях их объединения и последующего инвестирования в объекты, определяемые в соответствии с настоящим Федеральным законом, а также с управлением (доверительным управлением) имуществом инвестиционных фондов, учетом, хранением имущества инвестиционных фондов и контролем за распоряжением указанным имуществом.

Закон содержит в себе XIV глав и 61 статью. Содержит информацию о

законодательном регулировании акционерных инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондах, о выдаче, погашении и обмене инвестиционных паев, о прекращении паевых инвестиционных фондов, о требованиях к составу и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов, об определении стоимости чистых активов акционерных инвестиционных фондов и чистых активов паевых инвестиционных фондов, об оценке этих активов, раскрывает информацию о деятельности управляющей компании, о контроле за распоряжением имуществом, принадлежащим инвестиционному фонду, о правилах ведения реестра владельцев инвестиционных паев, об аудите акционерного инвестиционного фонда и управляющей компании ПИФа, о раскрытии информации о деятельности этих фондов, о полномочиях Банка России и саморегулируемых организаций.

Рассмотренный опыт существования инвестиционных фондов в зарубежных оказал существенное влияние на законотворческую деятельность государственной власти в РФ.

Законодательные основы постоянно совершенствуются, в них вносятся различные поправки, законы дорабатываются. Многие новые положения содержат множество плюсов, но в то же время могут вызвать значительные общественные волнения. Законопроекты, как правило, направлены на совершенствование государственного регулирования деятельности акционерных инвестиционных фондов, управляющих компаний, специализированных депозитариев и негосударственных пенсионных фондов и государственного контроля осуществления данных видов деятельности, включая лицензирование, направлены на развитие механизмов инвестирования сбережений, например, путем введения института квалифицированного инвестора, а также развитие инвестиционных фондов, финансирующих строительство жилья и венчурные проекты [26].

После завершения формирования ипотечного фонда в состав его активов могут быть включены объекты недвижимого имущества, являющиеся предметом ипотеки, обеспечивающей исполнение обязательств, денежные требования по которым составляют активы фонда, только в случае обращения взыскания на указанные объекты (Приказ ФСФР от 20 мая 2008г. №08-19/пз-н). Приобретение в фонд недвижимого имущества, обремененного залогом, на сегодня запрещено.

Если говорить о закрытых ПИФах в России, то в России вводится институт квалифицированного инвестора, который призван стимулировать развитие особо крупных и рискованных инвестиций в России. Установлены условия, порядок и последствия признания физических и юридических лиц квалифицированными инвесторами, определены возможности инвестирования активов акционерных и закрытых ПИФов, акции (инвестиционные паи) которых предназначены для квалифицированных инвесторов. В частности:

1. Брокеры, дилеры, управляющие, кредитные организации, акционерные инвестиционные фонды, управляющие компании, страховые организации, негосударственные пенсионные фонды, Банк России, Агентство по страхованию вкладов, международные финансовые организации являются квалифицированными инвесторами в силу закона.

2. Лица, отнесенные к числу квалифицированных инвесторов, могут приобретать ценные бумаги, предназначенные для квалифицированных инвесторов, и (или) оказывать услуги, которые могут быть оказаны только квалифицированным инвесторам (например, маржинальная торговля с существенной долей заемных средств).

3. Уставом или решением о выпуске либо правилами доверительного управления закрытым ПИФом может быть предусмотрено, что ценные бумаги предназначены только для квалифицированных инвесторов. Такие ценные бумаги не могут предлагаться лицам, не являющимся квалифицированными

инвесторами, в том числе публике.

4. Правилами доверительного управления закрытым ПИФом, инвестиционные паи которого предназначены для квалифицированных инвесторов, может быть предусмотрена неполная оплата выданных инвестиционных паев.

5. Устанавливаются ограничения для совершения сделок Управляющей компании. В частности разрешено приобретать за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, акции аффилированных лиц, приобретаемые при их размещении в количестве, необходимом для сохранения доли акций акционерного общества, составляющих паевой инвестиционный фонд, от общего количества размещенных акций этого акционерного общества тех же категории и типа; а также за исключением внесения имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, в качестве дополнительного вклада в уставный капитал общества с ограниченной ответственностью в размере, необходимом для сохранения в уставном капитале такого общества доли участия, составляющей фонд.

6. Ограничены полномочия УК по распоряжению недвижимым имуществом, составляющим активы фонда. Так, в ст. 39 Закона №156-ФЗ указано, что в случае если инвестиционная декларация акционерного инвестиционного фонда или паевого инвестиционного фонда предусматривает возможность инвестирования в недвижимое имущество, управляющая компания вправе распоряжаться недвижимым имуществом, составляющим активы акционерного инвестиционного фонда или активы ПИФа, если запрет на такое распоряжение не установлен правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом.

7. В случаях, установленных нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг, правила доверительного управления закрытым ПИФом могут предусматривать

возможность досрочного погашения инвестиционных паев такого фонда.

При разработке и доработке законодательных основ расширяются возможности функционирования фондов.

Подводя итоги, следует отметить, что Россия, безусловно, учитывает зарубежный опыт правового регулирования института ПИФов при создании отечественного законодательства. Ориентированный на рыночное развитие подход российского законодателя к вопросам нормативно-правового регулирования деятельности ПИФов, предполагающий баланс интересов между интересами пайщиков и управляющей компании с неизбежностью должен повлечь их количественное и качественное увеличение.

Однако есть ряд и без сомнения спорных моментов, которые, возможно, могут быть урегулированы как в процессе осуществления законотворческой деятельности [26].

Факторы, оказывающие влияние на развитие инвестиционных фондов можно представить в приложении Г.

Факторы разбиты на несколько групп, в каждый из них включен определенный набор показателей. Каждый показатель может иметь как положительное, так и отрицательное значение. В зависимости от направленности показателя он может оказывать положительное или отрицательное воздействие. Так, например, эффективность судебной системы оказывает положительное воздействие на развитие инвестиционных фондов. Напротив, такой показатель как коррупция оказывает отрицательное воздействие при более высоких значениях. Есть и те факторы, которые зависят от законодательства. Изучение факторов позволяет оценить инвестиционный климат в стране и выявить причины ограничений в развитии индустрии в конкретной экономике.

Перейдем к рассмотрению факторов влияния в России. Факторы, оказывающие влияние на развитие и деятельность инвестиционных фондов в

России разнообразны. Перспективы паевых инвестиционных фондов и всей отрасли коллективных инвестиций зависят в целом от макроэкономической ситуации в стране. Стабильное развитие экономики, прирост ВВП, положительные тенденции во внешней торговле, высокие темпы роста денежной массы обеспечивают соответствующий потенциал для инвестирования на российский финансовый рынок, в том числе и на рынок паевых фондов.

Информация о темпах ВВП и сальдо торгового баланса РФ представлены на рисунках 9 и 10 соответственно.

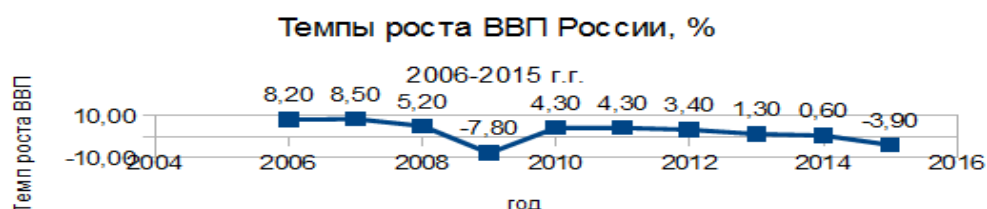


Рисунок 9 - Темпы роста ВВП,%[43]



Рисунок 10 - Сальдо торгового баланса РФ, млн долл. США[43]

Как видно из графиков, с 2009-2013 г.г. наблюдался значительный рост ВВП, а затем снижение ВВП, а также снижение значения сальдо торгового баланса РФ с 2011 года. Колебания незначительны, можно сказать о том, что сильного влияния на рынок ПИФов данные факторы не оказывают.

Приток капитала, улучшение способности обслуживания своего

государственного долга, повышение кредитных рейтингов, улучшение инвестиционного климата и повышения уровня доверия к стране также создает условия для притока инвестиций на рынок паевых инвестиционных фондов. Информация о государственном долге РФ к ВВП представлена на рисунке 11.

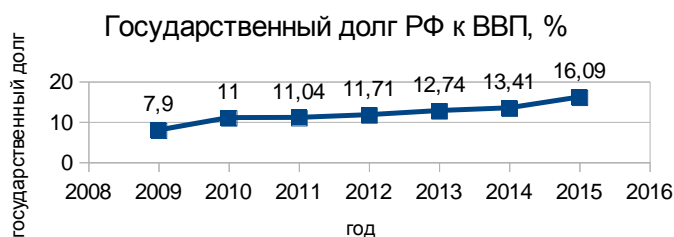


Рисунок 11 - Государственный долг РФ к ВВП,%[43]

Как мы видим, государственный долг имеет тенденцию к росту. Это негативно сказывается на рынке ПИФов.

Одним из важнейших факторов, влияющих на динамику развития рынка паевых инвестиционных фондов, является развитие самого фондового рынка. Рост индексов РТС (один из наиболее популярных индикаторов состояния рынка) и ММВБ положительно влияют на развитие инвестиционных фондов. Тенденции на фондовом рынке, безусловно, являются и основополагающими факторами для формирования уровня доходности на рынке паевых фондов. Информация об индексах РТС и ММВБ представлена на рисунках 12 и 13.



Рисунок 12 - Среднегодовой индекс закрытия ММВБ



Рисунок 13 - Среднегодовой индекс закрытия РТС

Как мы видим из графиков, значения индексов довольно стабильные. Особого влияния на рынок ПИФов не наблюдается.

Снижение темпов инфляции, ценовая стабильность позволяют сохранять сбережения, простые инвесторы будут вкладывать свои активы в институты коллективного инвестирования, обладающие потенциалом роста выше инфляции, например паевые инвестиционные фонды. Такие социальные индикаторы, как рост среднемесячной заработной платы, реальных доходов населения и стабильный уровень безработицы также оказывают положительное влияние на развитие инвестиционных фондов. Информация об уровне инфляции представлена на рисунке 14.

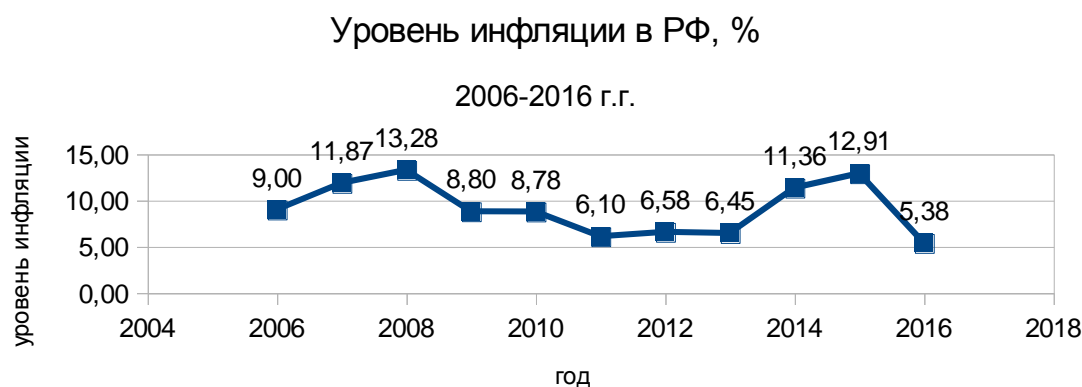


Рисунок 14 - Уровень инфляции в РФ, %[43]

Как мы видим, уровень инфляции по данным сайта государственной

статистики увеличивается, это не очень благоприятно сказывается на развитии рынка ПИФов в России.

Колебание курсов подталкивает население искать другие инструменты инвестирования. При соответствующей информационной поддержке и определенной степени заинтересованности граждан эти средства могут быть направлены в другие инструменты, в частности на рынок паевых фондов.

Высокий уровень финансовой грамотности среди населения - тоже положительный фактор влияния. Необходимо проводить мероприятия, направленные на достижение этой цели.

Банковские депозиты на сегодняшний день являются одним из излюбленных и понятных финансовых инструментов, используемых населением для сбережения своих средств, и в этом смысле в данном секторе существует серьёзный потенциал для развития конкурентного рынка паевых инвестиционных фондов.

Очевидно, что для большинства населения сохранность сбережений имеет более высокий приоритет, чем их значительный рост при высоком риске.

Можно предположить, что средства именно этой части населения формируют потенциал роста отрасли ПИФов. Для таких консервативно ориентированных граждан будет важно показать имидж паевых инвестиционных фондов как защищенного от злоупотреблений финансового инструмента, дающего разные возможности по соотношению риска и дохода, в том числе возможность устойчивого роста при относительно невысоких рисках [40].

Обобщая вышесказанное, приходим к выводу, что условия для развития рынка ПИФов в России в целом благоприятные.

Если говорить о налогообложении ПИФов, то в отношении них имеется специальный налоговый режим. Он не только уменьшает налоговую нагрузку

на операции фонда, но также предоставляет возможность отсроченного платежа для пайщиков.

	Управляющая компания	ПИФ	Пайщик юр.л.	Пайщик физ.л.
НДФЛ	-	-	-	+
Налог на прибыль	+	-	+	-
Налог на имущество физических лиц	-	-	-	-
Налог на имущество юридических лиц	+	-	-	-
Земельный налог	+	-	-	-
НДС	+	-	-	-

Рисунок 15 - Схема налогообложения паевого инвестиционного фонда

На рисунке 15 представлена общая схема налогообложения паевого инвестиционного фонда.

Отличительная особенность ПИФа - это то, что он не является ни юридическим, ни физическим лицом. В связи с этим он не является налогоплательщиком или плательщиком сборов. Управляющая компания должна осуществлять оплату отдельных видов налогов и сборов по деятельности ПИФа, в частности, налог на имущество (ст. 378 НК РФ), земельный налог, НДС, НДФЛ, налог на прибыль [3]. Пайщики уплачивают налог на прибыль (для юридических лиц) или НДФЛ (для физических лиц) только в случае продажи или погашения паев, а также при получении промежуточных выплат из имущества фонда. Следует отметить, что управляющая компания не может выступать в качестве налогового агента по НДФЛ и налогу на прибыль по юридическим лицам - нерезидентам, не ведущих деятельность через постоянное представительство в РФ - до момента выплаты промежуточного дохода, продажи или погашения паев.

Налог на прибыль юридические лица - резиденты РФ при получении промежуточных выплат, продажи или погашения ПИФов начисляют и

уплачивают самостоятельно.

Ставки НДФЛ для физических лиц-резидентов - 13 процентов, для физических лиц-нерезидентов - 30 процентов [3]. Ставки налога на прибыль - 20 процентов.

Положительный момент для пайщика - отсутствие необходимости заполнения налоговой декларации, так как налог удерживает управляющая компания.

Существует и ряд проблем, которые можно выделить на основании вышеизложенного.

Первая проблема связана с исчислением и уплатой налога на доходы физических лиц, а именно с тем, что доход у пайщика возникает только после погашения ПИФа, никаких платежей до этого момента не возникает. Также не выплачивается налог в случае подарка ПИФов близким родственникам.

Вторая проблема связана с тем, что фирмы рассчитывают и уплачивают налог на прибыль самостоятельно. Если имеется несколько договоров с УК для расчета налога на прибыль, расходы и доходы клиента по разным договорам не могут сальдироваться. Это грозит тем, что страховые и пенсионные фонды не смогут в достаточной мере эффективно управлять рисками в плане распределения активов.

Таким образом, создание способов решения обозначенных проблем может представлять дополнительный интерес для исследователя в области паевых инвестиционных фондов.

2 Анализ эффективности паевых инвестиционных фондов в России

2.1 Методы оценки деятельности паевых инвестиционных фондов в России и за рубежом

Среди огромного разнообразия существующих методов оценки паевых инвестиционных фондов следует выделить ряд методов, наиболее часто используемых специалистами в области ценных бумаг. Их общей чертой является работа с инструментарием математической статистики и анализ текущей ситуации на рынке. Рэнкинги [47] и балльное ранжирование являются показательными только в определенный момент времени, однако они наиболее просты и понятны частному инвестору, а также не требуют никаких дополнительных усилий по части расчетов, так как предоставляются экспертами различных интернет-порталов и периодических изданий. В качестве ярких примеров можно выделить рэнкинги журнала «Эксперт РА», интернет-портал Национальной лиги управляющих, Российской экономической школы и Investfunds.ru. Как правило, показатели риска и доходности, которые включены в методику составления рэнкинга рассчитываются за срок 1 и более лет. Кратковременность периода оценки, сложности применения данных при нестабильной ситуации на рынке ценных бумаг - главные отрицательные стороны таких подходов. Простота и наглядность - положительная сторона. Например, портал Investfunds.ru присваивает портыелю ПИФов звезды от 1 до 5. В этом подходе задействовано множество статистических показателей, этот подход более комплексный. Однако, главный недостаток - несопоставимость, потому что оценка производится среди разных фондов, с разными объектами вложения, с разными доходностями, стратегиями управления, с разными рисками. Для того, чтобы правильно сравнить фонды, инвестору потребуется дополнительное время для анализа показателей, коэффициентов, а не

ориентироваться только на итоговый показатель - доходность. Главным плюсом подхода является то, что оценка доходности проводится регулярно - раз в квартал, это удобно тем инвесторам, которые совершают инвестирование в ПИФы регулярно. Инвестору также потребуется дополнительное время, чтобы сравнить показатели со средними по рынку.

Методика рейтингового агентства Эксперт предполагает сравнение по нескольким критериям - коэффициент Шарпа, коэффициент α и превышение доходности фонда над доходностью бенчмарка за выделенный период.

Выборка данных, используемая для расчетов - ежедневная стоимость ПИФов в течение двух лет. На основании этих данных рассчитывается ежедневная доходность.

Журнал «Финанс» составляет рейтинг самых стабильных фондов. Инвестиционные фонды оцениваются по трем критериям. Во-первых, успешность вложений (то есть способность к получению прибыли на рынке в период роста), устойчивость (то есть способность к минимизации убытков на рынке в период спада) и доходности за год. Учет состояния рынка - это одно из главных преимуществ метода. Для расчета показателей используются данные о ПИФах за 1 год. Преимуществом этой методики является то, что фонды отсортированы по объекту вложения, результаты сопоставимы. В качестве индикатора рынка выступает индекс РТС, пересчитанный в рубли по курсу Центрального банка. К недостаткам можно отнести кратковременность оценки, так как ситуация на рынке меняется очень быстро.

Российская экономическая школа предлагает свою методологию оценки открытых ПИФов. Оценка производится на основании показателей доходности и риска за три года. ПИФы сравнивают с другими и присваивают им категорию от А - лучшие, до Е - худшие. Категории и временные рамки у сравниваемых паев одинаковы. Временные интервалы - рост, боковой тренд при высокой волатильности и падение. Имеет большое значение тип стратегии фонда

(неагрессивная, среднеагрессивная и высокоагрессивная), измеряется она с помощью показателей дисперсии и беты (с помощью этих показателей затем измеряют риски). Чем выше скачки доходности, чем выше ее чувствительность к динамике рынка, тем более агрессивную стратегию использует фонд. Сравнение производится в рамках трех основных категорий открытых ПИФов: фонды акций, фонды облигаций и смешанные фонды. Далее проводится оценка успешности фонда: рассчитывается квантиль доходности ПИФа относительно его категории (так, квантиль 0,2 для фонда акций А означает, что 20% фондов акций показали доходность ниже А). Для каждого типа рынка рассчитывается средневзвешенный квантиль фонда, на основе которого фонду присваивается оценка А, В, С, D или Е. Лучшие 15% - А, Худшие 15% - Е. Выбор интервалов осуществляется на основе динамики рыночного индекса (ММВБ - для смешанного фонда и фонда акций, Сbonds - для фонда облигаций).

Российская экономическая школа также разработала ряд рекомендаций для инвесторов. Было отмечено, что ПИФы с агрессивной стратегией показывают хороший результат на растущем рынке, но в периоды падения нужно выбирать ПИФы с менее рискованной стратегией. Инвестору также следует обращать внимание не только на прошлую доходность, но и на риски. Однако следует помнить, что результаты в прошлом и не гарантируют их повторения в будущем.

Для оценки навыков российских управляющих активами используется бутстрап-подход, которые отлично зарекомендовал себя в зарубежных странах, в частности в Чехии, Польше. Этот метод применяется тогда, когда инвестору необходимо определить неслучайное получение доходности управляющим паями. Проблема отделения навыка управляющего от случайного получения дохода является актуальной, потому что в ходе быстрого роста отрасли доверительного управления и асимметрии информации, пайщику необходима уверенность в том, что его денежные средства будут приумножены

статистически устойчивым способом. Кроме этого, наличие навыка управления, даст возможность получения дохода в будущем, ведь ту же удачу на будущее экстраполировать нельзя. Бутстрап-подход базируется на альфе Йенсена. Коэффициент α - измеритель нерыночной составляющей доходности ПИФа, то есть отклонения фактической доходности пая от той доходности, которая при заданном коэффициенте β была бы получена фондом при сложившейся динамике фондового индекса. Альфа Йенсена характеризует эффективность управления портфелем ПИФа. Положительное значение коэффициента α говорит о положительном вкладе управляющего портфелем в доходность паевого инвестиционного фонда. Чем больше значение коэффициента α , тем качественнее и эффективнее было управление фондом, тем больше усилий вкладывал управляющий. Отрицательное значение α говорит о низкой эффективности управления портфелем и малом вкладе управляющего. Показатель рассчитывается по формуле 1.

$$\alpha = r - (r_f + \beta_p(r_m - r_f)), \quad (1)$$

где r_m - доходность рыночного портфеля;

r_f - доходность безрискового актива;

r - доходность по портфелю фонда.

Однако такие исследователи как Муравьев Д.М., A.Timmermann, R. Kosowski, R. Wermers и др. выбирают бутстрап-подход с целью отделения навыка управления от удачи. Суть подхода заключается в следующем:

1. С помощью специальной программы задается число бутстрап-симуляций. Для каждого фонда рассчитывается исходная альфа Йенсена, при этом сохраняются остатки регрессии $\hat{\epsilon}_i$.

2. Производятся бутстрап-симуляции: из исходной выборки отделяются остатки регрессии $\hat{\epsilon}_i$ и соответствующие по времени значения независимой переменной (рыночного индекса) x_i , затем из остатков формируется новая выборка: альфа задается равной нулю, $\hat{y} = 0 + x_i\beta + \hat{\epsilon}_i$, т. е. формируется временной

ряд доходности ПИФа без навыков управляющих. На основе новой выборки оценивается альфа Йенсена. Симуляции повторяются заданное на шаге 1 число раз, в итоге получаем распределение альфы для менеджеров без навыка.

3. Производится проверка гипотезы о значимости альфы, полученной на шаге 2. Гипотеза о наличии навыка либо принимается, либо отвергается для каждого фонда.

4. Автоматически формируется список фондов с менеджерами, которые обладают навыками управления.

При проведении исследования используются данные о стоимостях российских паев (не менее 100), также исследователем самостоятельно выбирается бенчмарк (индекс РТС или ММВБ) и безрисковая ставка. Желательно разделить выборку на временные интервалы в зависимости от макроэкономических ситуаций, чтобы оценить навыки в докризисные времена, кризисные и послекризисные. Российский исследователь П.А. Першаков проанализировал ПИФы за 2004-2014 г.г. Результаты представлены на рисунке

16.

Описательная статистика альфы Йенсена в различные периоды

Показатель	2004-2008	2008-2010	2010-2014
Минимум	-0,07	-0,05	-0,06
Максимум	0,04	-0,02	0,02
Среднее	-0,02	-0,03	-0,02
Станд. отклонение	0,02	0,01	0,01

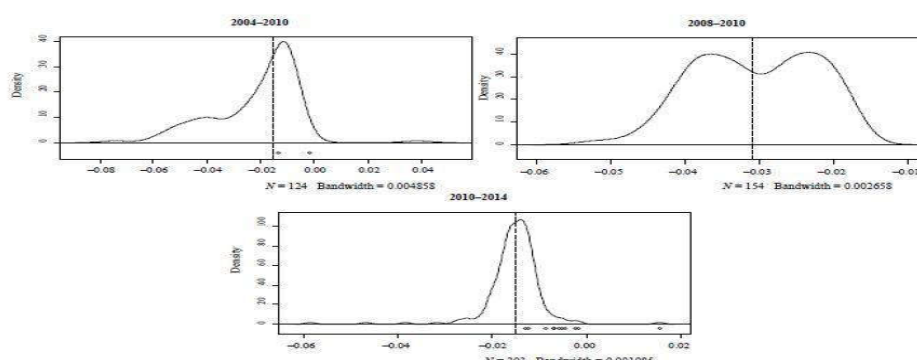


Рисунок 16 - Описательная статистика и графики плотности распределения альфы в различные периоды времени

Выколотыми точками на графике обозначены значения альфы Йенсена, полученной за счет навыка управляющего. Полученные результаты позволили Першакову П.А. сделать следующие выводы:

1. В кризисный период менеджеры всех управляющих компаний показывали результаты, которые были получены только за счет фактора удачи;
2. Экстремально низкие результаты встречаются чаще экстремально высоких;
3. ПИФы, управляющие которыми имеют определенный навык не характеризуются высоким значением альфы Йенсена, т.е. инвестору следует избегать фонды с высокими значениями альфы;
4. Все менеджеры с навыком управления показывают «положительный навык»;
5. Количество фондов с навыками меньше в кризисный период, больше в периоды восстановления.

На основании вышеизложенного необходимо провести межстрановое сравнение с целью выяснения доли менеджеров с навыками управления. Результаты представлены на рисунке 17.

Работа	Выборка	% менеджеров с навыками
Fama, French, 2010	США	3
Cuthbertson et al., 2008	Великобритания	5
Kosowski et al., 2006	США	2
Ayadi, Kryzanowski, 2011	Канада	0
Suh, Hong, 2011	Корея	60
Першаков П.А., 2015	Россия	5

Рисунок 17 - Результаты некоторых исследования для стран

Наглядно видно, что процент менеджеров с навыками для России близок к показателям развитых стран, однако очень сильно различается с показателем Кореи, для которой процент менеджеров с навыками находится на отметке 60%.

Следует отметить, что ни один из методов не даст 100%-ых вероятностных прогнозов доходности работы того или иного фонда с учетом текущей и прогнозной ситуации на рынке ценных бумаг.

Все подходы направлены на то, чтобы учесть доходность единоразовых вложений средств в фонд на определенный период, это не позволяет вкладчику разработать стратегию инвестирования, учитывающую период инвестирования, отношение к риску, ситуацию на рынке.

Однако информационный портал Investfunds.ru [47] группы компаний при расчете промежуточных коэффициентов учитывает доходность каждого ПИФа за месяц. Но недостаток в том, что итоговая оценка - присвоение рейтинга носит все же качественную оценку, а не количественную. Некоторые количественные показатели могут быть нивелированы при объединении критериев.

Если говорить о показателях эффективности в целом, то эффективность ПИФов может характеризоваться как качественными показателями, основанных на экспертных оценках, так и количественными показателями. К ним можно отнести разнообразные коэффициенты, абсолютные показатели деятельности ПИФа.

Качественные показатели - открытость и доступность информации о компании, репутация управляющей компании, оценка обычно обусловлена субъективными факторами, которые влияют на экспертное заключение.

Количественные показатели - доходность вложения за год, за день, за месяц, за квартал, показатели риска, размер чистых собственных активов фонда. Расчет таких показателей наиболее трудоемкий, расчеты производятся в несколько этапов, каждый из которых характеризуется своими особенностями. При таком подходе рассчитывается целый ряд показателей, они должны количественно показать эффективность того или иного ПИФа, обозначить доходность и учесть риски.

Для количественной оценки существует множество подходов, но их объединяет то, что они связаны:

- с доходностью фонда по отношению к какому-то безрисковому активу;
- с волатильностью, то есть изменением цены ПИФа;
- с результатами работы фонда (среднеквадратическое отклонение доходностей за определенный промежуток времени).

Начинать анализ следует с показателей доходности, на них держатся более сложные коэффициенты.

Доходность ПИФа - это показатель деятельности паевого инвестиционного фонда, который характеризует изменение цены ПИФа за какой-либо промежуток времени (день, месяц, квартал, год). Этот показатель измеряется в процентах. Для многих инвесторов доходность - один из основных индикаторов, по которому они могут судить о привлекательности того или иного ПИФа.

Следует отметить, что здесь и далее все показатели корректно сравнивать с аналогичными по виду фондами и аналогичными по объекту вложения (закрытые фонды с закрытыми, открытые фонды с открытыми, фонды акций - с фондами акций и т.п.).

$$R_i = \frac{P_1 - P_0}{P_0} * 100\% \quad (2)$$

где R_i - доходность фонда в i -ый период времени;

P_0 - цена ПИФа на начало периода времени;

P_1 - цена ПИФа на конец периода времени.

Если имеется целый ряд доходностей (R_i) в течение определенного временного интервала, то можно вычислить среднюю доходность за указанный интервал.

Ликвидность, а именно возможность пайщика в любой момент погасить

пай с минимальными потерями, характеризуется с помощью показателя монотонности. Он отражает способность управляющего к устойчивому управлению активами. Значения коэффициента монотонности варьируются от -1 до 1 в зависимости от типа рынка (рост, падение).

$$M = \frac{D_1 - D_0}{\sum |d_1 - d_0|} \quad (3)$$

где М - коэффициент монотонности;

D_0 - доходность ПИФа на начало периода времени;

D_1 - доходность ПИФа на конец периода времени;

d_1 и d_0 - доходности ПИФа в пределах каждого дня в рамках оцениваемого периода.

Также оценить доходность ценных бумаг помогает арбитражная модель Росса. Арбитражная теория основывается на том, что доходность ценной бумаги зависит и от макроэкономических факторов, и от факторов, влияющих на диверсифицируемый риск. Если равновесная модель САМР объясняет различие ожидаемых доходностей ценных бумаг различной чувствительностью к доходности рыночного портфеля (бета-коэффициенты), то модель ART (arbitrage theory) основывается на предположении о связи доходности с некоторым неопределенным количеством фактором, доходность рыночного портфеля может выступать в виде одного из таких факторов. Теория Росса является альтернативой САМР, ведь в модели САМР доходность является линейной функцией одного общего фактора - доходности рыночного портфеля.

Следует отметить некоторые положения модели ART. К ним относятся идеи о том, что больший риск обуславливает большую доходность, а само получение повышенной доходности говорит о наличии определенных факторов риска. Не стоит забывать о том, что участники рынка ценных бумаг хотят повысить доходность портфелей без увеличения риска. Реализация этого желания инвестора может быть достигнута с помощью арбитражного портфеля.

Арбитражный портфель формируется путем одновременной продажи ценных бумаг по более высокой цене, а покупки тех же самых ценных бумаг по относительно низкой цене. Инвестор не вкладывает денежные средства и имеет возможность получить относительно безрисковый доход. Возможность арбитража появляется только тогда, когда по ценным бумагам ожидается различная доходность. Следует отметить, что большое количество инвесторов стремится получить доход таким образом, следовательно, со временем арбитражные возможности исчерпываются, рынок приходит в равновесие.

Предполагается, что предполагаемая доходность - линейная функция z -факторов.

$$r_j = a_j + b_{j1}F_1 + b_{j2}F_2 + \dots + b_{jz}F_z + \varepsilon_j \quad (4)$$

где r_j - доходность актива;

a_j - константа для актива j ;

b_{jz} - чувствительность доходности актива j к фактору z ;

F_z - значение фактора z ,

ε_j - случайная величина, характеризующая внесистемный риск.

Часто для представления арбитражной модели используется версия с премиями за факторный риск.

Коэффициенты конкретных факторов находятся с помощью построения линейной регрессии на основе исторических данных. Самое сложное в данной модели - определить количество и сущность оцениваемых факторов. Их количество и характер меняются в разных экономиках и в разные моменты времени. В России на фондовом рынке наблюдается ненормальное распределение цен и доходностей ценных бумаг, поэтому необходимо включать в модель дополнительные факторы, основанные на показателях роста цен на сырьевые товары и энергоносители, т. к. от этих факторов зависит рост российской экономики. На развитом рынке ценных бумаг США при спокойных условиях функционирования на рынках действует статистический закон

нормального распределения вероятностей движения цены, т. к. инвесторы различных групп активно перераспределяют капиталы между странами, секторами экономики и предприятиями. Можно инвестировать в высокотехнологичные компании (Microsoft, IBM, Google), в интернет-компаниях (Facebook), в известные всем Procter&Gamble и Johnson&Johnson, розничные сети Wal-Mart и Home Depot, в производителей различного рода техники Boeing или Ford, в производителей спортивных товаров Nike, в сети быстрого питания McDonald's Corporation, в финансовый сектор (Bank of America, JPMorgan Chase). В России же наиболее популярными компаниями для инвестирования являются Газпром, Роснефть, Северсталь, Сургут.

Перечислим некоторые различия между российским фондовым рынком и американским. Во-первых, это разница полномочий между органами, контролирующими фондовый рынок. Американский фондовый рынок контролируется «Федеральной резервной системой» и «Комиссией по ценным бумагам», регулятором российского фондового рынка выступает Центральный Банк Российской Федерации. Обороты торгов на американском рынке ценных бумаг только за день в десятки раз превышают обороты российского рынка за год. В США около половины семей имеют накопления в виде акций и других ценных бумаг. Также стоит отметить различные валюты.

Теория ART предлагает определенные принципы к требуемым характеристикам потенциальных факторов:

1. Их влияние на цены активов проявляется в их неожиданных движениях;
2. Фактор должен носить макроэкономический характер;

Исследователи Ричард Ролл, Стефен Росс предлагают использовать следующие факторы:

- уровень инфляции;
- уровень ВВП;

- краткосрочные процентные ставки;- фондовые индексы;
- цены на нефть и другие энергоносители;
- цены на золото и другие драгоценные материалы;
- валютные обменные курсы.

Для рынка США оказались наиболее значимыми факторами - сдвиги в производстве по отраслям, инфляция, изменения в индивидуальном потреблении, предложение денег и процентная ставка по вкладам. Некоторые агентства, например, Salomon Brothers в свои многофакторные модели включают уровень инфляции, темпы роста ВВП ,процентные ставки, индекс изменения цен на нефть, а также темпы увеличения расходов на национальную оборону.

Обобщая вышесказанное, выделим три группы факторов, которые можно включить в модель Росса:

1. Показатели общей экономической активности (среди них - темпы роста производства, темпы роста продаж, темпы роста ВВП или ВВП);
2. Показатели инфляции;
3. Процентные ставки.

На основании этих рекомендаций и будет выполняться дальнейшая работа.

Следующие показатели призваны оценить риск вложений в ПИФ.

Дисперсия измеряет риск вложений в паевой инвестиционный фонд. Этот показатель показывает меру рассеивания значений доходности вложений в фонд (R_i) от среднего значения доходности вложений в фонд (\bar{R}):

$$Var_{(r)} = \frac{\sum (R_i - \bar{R})^2}{n-1} \quad (5)$$

где $Var_{(r)}$ - дисперсия показателя доходности (R);

R_i - показатель доходности вложений в ПИФ за i -й интервал времени;

\bar{R} - показатель средней доходности за период времени;

n - число i -х временных интервалов в периоде времени.

Дисперсия измеряет риск в размерности процентов в квадрате. Это не очень удобно для понимания, поэтому наиболее корректнее использовать среднеквадратическое отклонение доходностей. Показатель отражает степень изменчивости доходности фонда с учетом всей динамики значений, другими словами - разброса значений. В отличие от дисперсии стандартное отклонение имеет размерность в процентах. Это очень удобно при сопоставлении риска с доходностью.

$$\sigma_{\text{дн}} = \sqrt{\text{Var}_{(r)}} \quad (6)$$

где $\sigma_{\text{дн}}$ - стандартное отклонение доходности ПИФа за день;

$\text{Var}_{(r)}$ - дисперсия показателя доходности (R) вложений в ПИФ.

Для того, чтобы легко найти среднеквадратическое отклонение за год при заданном показателе среднеквадратического отклонения за день, необходимо $\sigma_{\text{дн}}$ умножить на квадратный корень из числа рабочих дней в году. Обычно для упрощения расчетов за среднее число рабочих дней в году принимается число 250. Но для точности расчета вместо 250 можно более точно считать число рабочих дней в каждом году в выборке.

$$\sigma_{\text{год}} = \sqrt{250} * \sigma_{\text{дн}} \quad (7)$$

где $\sigma_{\text{год}}$ - стандартное отклонение доходности ПИФа за год;

$\sigma_{\text{дн}}$ - стандартное отклонение доходности ПИФа за день;

Следующими показателями, которые также могут дать информацию о поведении стоимости ПИФа являются показатели ковариации и корреляции.

Ковариация доходности фонда и базисного индекса (обычно это индекс ММВБ) измеряет степень синхронности изменений показателей относительного изменения расчетной стоимости паевого фонда и базисного индекса.

Недостатком ковариации, как и дисперсии является то, что данный показатель является ненормированным. Его значение может находиться в диапазоне от $+\infty$ до $-\infty$. Рассчитав ковариацию, можно понять лишь по знакам

«+» или «-» то, изменялась ли расчетная стоимость пая в одном направлении или разнонаправлено с относительными изменениями базисного индекса:

$$Cov_{(R_{\text{пиф}}; R_{\text{индекс}})} = \frac{\sum (R_{\text{пиф}} - \bar{R}_{\text{пиф}}) * (R_{\text{индекс}} - \bar{R}_{\text{индекс}})}{n - 1} \quad (8)$$

где $Cov_{(R_{\text{пиф}}, R_{\text{индекс}})}$ - ковариация доходности вложений в ПИФ и базисного индекса;

$R_{\text{пиф}}$ - показатель доходности вложений в ПИФ за i -й интервал времени;

$R_{\text{индекс}}$ - показатель доходности вложений в базисный индекс за i -й интервал времени;

$\bar{R}_{\text{пиф}}$ - показатель средней доходности вложений в ПИФ за период времени;

$\bar{R}_{\text{индекс}}$ - показатель средней доходности вложений в индекс за период времени;

n - количество i -х временных интервалов в периоде времени.

Коэффициент корреляции в отличие от ковариации является нормированным, он принимает значения от -1 до +1. Значение +1 предполагает, что две переменные изменяются в одном направлении; -1 - предполагает, что две переменные изменяются в противоположном направлении; 0 - свидетельствует об отсутствии какой-либо линейной зависимости между двумя показателями.

$$Cor_{(R_{\text{пиф}}, R_{\text{индекс}})} = \frac{Cov_{(R_{\text{пиф}}, R_{\text{индекс}})}}{(\sigma_{\text{пиф}} * \sigma_{\text{индекс}})} \quad (9)$$

где $Cor_{(R_{\text{пиф}}, R_{\text{индекс}})}$ - корреляция доходности вложений в ПИФ и базисного индекса;

$Cov_{(R_{\text{пиф}}, R_{\text{индекс}})}$ - ковариация доходности вложений в ПИФ и базисного индекса;

$\sigma_{\text{пиф}}$ - стандартное отклонение доходности ПИФа;

$\sigma_{\text{индекс}}$ - стандартное отклонение доходности базисного индекса.

Коэффициент β - измеритель рыночного риска вложений в фонд. Данный

коэффициент показывает степень влияния рынка (индексного портфеля) на доходность пая. β изменяется в диапазоне от $-\infty$ до $+\infty$. Чем ближе значение β - коэффициента к 0, тем меньше доходность пая зависит от рыночной конъюнктуры. Коэффициент выше 1 означает, что доходность пая растет или падает быстрее доходности индексного портфеля. Коэффициент меньше единицы - доходность пая растет или падает медленнее рынка. Если β отрицательный - доходность пая изменяется в противоположном направлении доходности индексного портфеля.

$$\beta = \frac{Cov(R_{\text{пиф}}, R_{\text{индекс}})}{Var(R_{\text{индекс}})} \quad (10)$$

где β - коэффициент бета;

$Cov(R_{\text{пиф}}, R_{\text{индекс}})$ - ковариация доходности вложений в ПИФ и базисного индекса;

$Var(R_{\text{индекс}})$ - дисперсия доходности базисного индекса.

β безрискового портфеля = 0, потому что нулю равна корреляция доходности безрискового портфеля и рынка.

Если β больше 1, то это свидетельствует о том, что портфель паевого фонда является агрессивным ($\beta > 1$). Его доходность растет быстрее роста индекса или снижается также быстрее падения индекса.

Если β меньше 1 - портфель паевого фонда является консервативным ($\beta < 1$). Его доходность растет или падает медленнее индекса.

Если β равна 1, то портфель паевого фонда полностью соответствует индексному портфелю.

Также в некоторых источниках литературы указана иная формула β - коэффициента:

$$\beta = \frac{\sigma_{\text{пиф}} * \text{Corr}(R_{\text{пиф}}, R_{\text{индекс}})}{\sigma_{\text{индекс}}} \quad (11)$$

где β - коэффициент бета;

$\text{Corr}(R_{\text{пиф}}, R_{\text{индекс}})$ - корреляция доходности вложений в ПИФ и базисного

индекса;

$\sigma_{\text{ПИФ}}$ - стандартное отклонение доходности ПИФа;

$\sigma_{\text{индекс}}$ - стандартное отклонение доходности базисного индекса.

Данный коэффициент может быть полезен для принятия решения при условии краткосрочного инвестирования средств при единоразовом вложении средств. В тоже время коэффициент служит своего рода мерой волатильности и может быть использован при условии долгосрочного регулярного инвестирования.

Коэффициент $\frac{\text{доходность}}{\text{риск}}$ - отношение показателя доходности пая за год к показателю стандартного отклонения данного фонда за год. Коэффициент демонстрирует уровень доходности на единицу риска. Используется для сравнения результатов разных паевых инвестиционных фондов в одной категории.

$$K \frac{\text{доходность}}{\text{риск}} = \frac{\bar{R}_{\text{год ПИФ}}}{\sigma_{\text{год ПИФ}}} \quad (12)$$

где $K \frac{\text{доходность}}{\text{риск}}$ - коэффициент $\frac{\text{доходность}}{\text{риск}}$;

$\bar{R}_{\text{год ПИФ}}$ - показатель среднегодовой доходности ПИФа за период времени;

$\sigma_{\text{год ПИФ}}$ - среднеквадратическое отклонение доходности пая за год.

Если говорить о зарубежном опыте, то следует выделить следующие подходы при оценке эффективности ПИФов: коэффициент Трейнора, коэффициент Шарпа, коэффициент Швагера, методики LAS, MorningStar, S&P.

Коэффициент Трейнора активно используется при оценке эффективности управления активами в западных странах.

$$RVOL_p = \frac{ar_p - ar_f}{\beta} \quad (13)$$

где ar_p - средняя доходность фонда за промежуток времени;

ar_f - средняя доходность безрискового актива за промежуток времени;

β - коэффициент бета.

Коэффициент Шарпа используется в зарубежных странах для оценки результатов работы фондов.

$$RVAR_p = \frac{ar_p - ar_f}{\sigma} \quad (14)$$

где ar_p - средняя доходность фонда за промежуток времени;

ar_f - средняя доходность безрискового актива за промежуток времени;

σ - стандартное отклонение.

Коэффициент Швагера также широко используется в западных странах для оценки эффективности управления.

$$AGRP = \frac{AAR}{AAMR} \quad (15)$$

где AAR - среднее арифметическое прибылей за год,

AAMR - среднее значение максимальных годовых падений стоимости активов, этот показатель рассчитывается как падение в процентах от предыдущего максимума до минимума.

Методика агентства LAS - уникальная методика, использующаяся в более чем 50 странах мира. Разработана она специально для частных инвесторов и специалистов в области финансового консультирования. При работе с ПИФами агентство сначала распределяет их на разные категории, а затем рассчитывает для каждого пая показатели доходности, волатильности. Итогом является таблица распределения ПИФов на пять категорий от А до Е. 20% ПИФов для рационального вложения денежных средств в них удостоиваются категории А. 20% ПИФов для сомнительного вложения - соответственно категории Е. Также агентство формирует список фондов по отраслям, что является очень удобным для инвестора.

MorningStar оценивает фонды по доходности и рискам (на основе этого формируется интегрированная оценка), а затем присваивает им звезды от 1 до 5.

5 звезд - это наивысший показатель, его удостоиваются только 10% ПИФов из общего списка. Последние 10% списка получают 1 звезду. Методика учитывает комиссионные издержки, динамику безрискового финансового инструмента (90-дневные T-bills).

S&P консультирует крупных и мелких инвесторов, описывая качественные характеристики ПИФов, проводит экскурс в историю управляющих компаний, оценивает их репутацию, управленческую структуру, профессиональную подготовку и уровень образования сотрудников компаний. Итогом данного комплекса мероприятий является экспертное заключение в виде присвоенного ранга от 1 до 100, где 100 - максимальный показатель.

Если говорить о возможности управления рисками, то необходимо обозначить проблемы и инструменты управления по видам рисков.

Целью системы управления рисками является обеспечение максимальной сохранности активов и капитала на основе минимизации рисков.

Под управлением риском понимается возможность лица предотвратить причины возникновения риска или смягчить негативные последствия наступления риска.

Риски можно классифицировать множеством способов. Наиболее распространенной является классификация, где все риски можно разделить:

- по источникам их возникновения - внутренние и внешние;
- по степени общности влияния рисков на внешнего инвестора - общие и частные;
- по признакам прогнозируемости наступления - скрытые и явные;
- по источнику неопределенности - незнание и случайность;
- по уровню учета при принятии инвестиционного решения - ожидаемые и неожиданные.

У российских специалистов свои подходы к определению системы рисков. Рассмотрим их подробнее.

Александр Трегуб выделяет следующие виды рисков паевого инвестиционного фонда [34]: политические (источник - государство), правовые (законодательные органы), инвестиционные (РЦБ), инструментальные (организации, принимающие участие в создании и эксплуатации инструмента), регуляционные (регулятор), информационные (СМИ), клиентские (инвестор), риски прямого ущерба и форс-мажорные риски (различные источники).

Я.М. Миркин считает, что участники финансового рынка подвержены следующим (по международной классификации) рискам [9]: кредитный риск, процентный риск, риск ликвидности, рыночный риск, операционный риск, страновой риск, правовой риск, риск потери репутации и системный риск.

В целом для инвестора Илона Трегуб [34] выделяет следующие риски: риск недостаточной финансовой поддержки, риски различных схем инвестирования, риск технической неосуществимости проекта, производственный риск, маркетинговый риск, риск банкротства и др.

Существует достаточно много способов управления рисками [34], основные из которых представлены на рисунке 18.

К этим методам относятся диверсификация, страхование, резервирование, спекулирование, хеджирование. Эти методы можно как использовать по одному, так и комплексом.

Система управления рисками должна быть документирована. Должны существовать меры ответственности персонала за неприменение системы управления рисками или за нарушение предусмотренных в ней нормативов и требований.

Стоит заметить, что и А.Трегуб и Я.М. Миркин считают резервирование (создание денежных резервов) и страхование рисков [9] наиболее приемлемым методом при управлении рисками паевых инвестиционных фондов.

На уровне профессиональных сообществ, в частности НЛУ, решается вопрос о разработке стандартов управления рисками. Однако на

современном этапе стандарты управления риском профессионального участника фондового рынка разработаны лишь Национальной ассоциацией участников фондового рынка (НАУФОР).

Наименование метода	Описание	Инструмент
Диверсификация	Вложение средств более чем в один инструмент	Покупка паев нескольких <u>ПИФов</u>
Страхование	Передача части рисков страховой компании	Страхование рисков страховании регистраторов, депозитариев
Резервирование	Сохранение части капитала в <u>безрисковых</u> и высоколиквидных инструментах для покрытия непредвиденных расходов и других целей	Приобретение наличной валюты
Хеджирование	Перенос риска изменения цены инструмента с одного лица на другое	Приобретение срочных инструментов, структурированных продуктов
Спекулирование	Оперативное перераспределение инвестиций между различными инструментами, исходя из текущей ситуации и прогнозов ее развития	Создание денежных резервов

Рисунок 18 - Способы управления рисками

Стандарты управления рисками профессионального участника рынка ценных бумаг подробно описывают все основные риски профессионального участника - операционный, кредитный, рыночный и риск ликвидности, а также процедуры управления каждым из них.

2.2 Алгоритм выбора рационального вложения для инвестора

Каждому инвестору следует помнить о том, что он, вкладывая денежные средства в паевые инвестиционные фонды, принимает на себя все риски снижения стоимости пая, однако они носят непродолжительный характер, а при

эффективном долгосрочном управлении высока вероятность получения положительной доходности.

Доходность зависит от многих факторов, одними из которых являются стратегия управления и структуры пая. Фонды акций при сроке от одного до трех лет дают более высокую доходность, чем фонды облигаций. Однако доходность по облигациям легче спрогнозировать по причине относительно низких рисков.

На инвестиционную привлекательность ПИФа оказывают влияние следующие факторы:

- доходность;
- риск;
- ликвидность;
- стоимость управления;
- наличие скидок и надбавок;
- тип фонда;
- сумма минимального вноса;
- возможность обмена паев;
- наличие агентов и консультантов в шаговой доступности;
- простота оформления документов;
- и др.

Большое влияние на выбор инвестора оказывает положение управляющей компании на рынке, ее история, репутация (рейтинг, имидж), ассортимент ПИФов, квалификация сотрудников, степень открытия информации (например, наличие сайта в интернете). На основании вышеперечисленного можно составить таблицу, в которой указаны рекомендации для пайщика. Таблица представлена в приложении Д.

Прежде чем говорить об алгоритме выбора оптимального вложения, подробнее остановимся на стратегиях пайщиков, чтобы в дальнейшем

классифицировать ПИФы в зависимости от стратегии управления.

Существует три стратегии:

1. Активная стратегия;
2. Пассивная стратегия;
3. Умеренная стратегия.

Максимальная прибыль - цель активной стратегии. Такая стратегия подойдет инвесторам, которые готовы рисковать, активно покупать и продавать ПИФы. Активному пайщику следует выбирать открытый фонд акций. Такая стратегия - отличный выбор для пайщика, который готов вкладывать денежные средства на короткий период времени[18].

Следующая стратегия - пассивная. В отличие от активной стратегии эта является менее рискованной. Пайщики не принимают никаких активных действий, полностью доверяя управляющему. Пассивному пайщику следует выбирать интервальные или закрытые фонды облигаций. Эта стратегия подходит тем, кто желает вложить средства на длительный период.

Умеренная стратегия - это такая стратегия, которая нацелена на умеренный рост, то есть она сочетает в себе умеренную доходность и умеренные риски. Такая стратегия представляет собой промежуточный вариант между стратегиями активными и пассивными. Обычно такую стратегию используют при управлении смешанными ПИФаами [41].

Пайщик может преследовать различные цели. Они могут заключаться в наибольшей монотонности при наибольшей доходности, в наибольшей доходности при наибольшей монотонности, либо же в минимальной монотонности при наибольшей доходности.

Для реализации первой цели больше подходят фонды сохранения, цель которых - сохранение ранее полученного результата, подразумевающий равномерный рост курсовой стоимости пая с течением времени. Они отвечают запросам и активных, и пассивных пайщиков. Управляющий должен

своевременно фиксировать полученную прибыль по активам, которые снижают стоимость, а также наращивать позиции в консервативных инструментах. Для такого подхода прекрасно подходят фонды смешанных инвестиций, потому что в их состав могут входить и акции, и облигации. Для пайщиков, преследующих активную стратегию, все же необходимо диверсифицировать свой портфель, включив фонды, которые обеспечат сохранение капитала в периоды спада рынка, в кризисные моменты. В свою очередь, тем, кто выбирает пассивную стратегию, необходимо позаботиться о том, чтобы в наличии имелось несколько паев открытого типа на случай, если инвестору срочно понадобятся деньги (погашение пая). Таким образом, при любой стратегии важно достичь некоего оптимума.

Для решения второй задачи пайщик может выбрать фонды роста. Фонды роста подходят для большого периода инвестирования - от одного до трех лет. Как правило, они показывают наибольшую доходность. К таким фондам относят фонды акций, фонды индексного типа, смешанные фонды. Такие фонды подходят пассивным пайщикам.

Для решения третьей задачи подходят фонды спекуляций. Такие фонды подходят активным пайщикам, потому что такая стратегия очень рискованна. Для спекулятивных фондов характерна высокая волатильность. Как правило, это фонды акций.

Таким образом, фонды роста обеспечат выполнение задачи о максимизации доходности при наибольшей монотонности. Фонды сохранения отвечают критерию максимальной монотонности при высоких значениях доходности. Фондам спекуляций характерны низкая монотонность, но и потенциально высокая доходность. Если говорить о временных рамках, то при пассивной стратегии фонды роста нацелены на 1-3 года и более, фонды сохранения - на год и менее. Следует отметить, что при любом типе рынка (растущий, падающий, неопределенный) такие фонды хорошо себя показывают.

При активной стратегии пайщика на растущем рынке следует выбирать фонды спекуляций, в частности, индексные фонды и фонды акций. При падающем и неопределенном рынке можно временно перевести активы в фонды сохранения до стабилизации ситуации на рынке.

Подводя итог, можно заметить, что активным пайщикам можно порекомендовать фонды спекуляций и сохранения, пассивным - фонды роста и сохранения. Также следует в целом проанализировать рынок, чтобы внести поправки на рыночную обстановку.

Для наглядности составим алгоритм выбора рационального вложения для инвестора. Схема выглядит следующим образом:

1. Определение инвестиционной цели и временного периода вложения.
2. Выбор управляющей компании и анализ информации о ней.
3. Рассмотрение ассортимента ПИФов, анализ минимальной суммы вноса.
4. Определение стратегии.
5. Выбор ПИФа по типу фонда и объекту вложения.
6. Расчет показателей эффективности управления и рисков.
7. Составление сводной таблицы для удобства сопоставления полученных в результате расчетов данных.
8. Выбор рационального вложения на основе полученных данных.
9. Составление АРТ-модели для прогнозирования цены выбранного ПИФа на краткосрочный период.

3 Разработка усовершенствованной модели оценки доходности паевых инвестиционных фондов

3.1 Характеристика и расчет показателей доходности и риска паевых инвестиционных фондов

В соответствии с предложенным выше алгоритмом, прежде чем перейти к апробации методологии и расчету различных показателей эффективности, необходимо определить инвестиционную цель.

Предлагается рассмотреть три различные цели, а именно цели получения дохода либо максимального, либо умеренного, либо небольшого, но с минимальными рисками в соответствии с выбранной стратегией.

С помощью рэнкингов выберем несколько управляющих компаний с наиболее высоким рейтингами надежности, а также проанализируем некоторые качественные характеристики, а именно историю (с даты выдачи лицензии на доверительное управление), репутацию (рейтинг), ассортимент ПИФов (количество ПИФов) и степень открытия информации (наличия сайта, публикаций).

Согласно данным агентства «Эксперт РА» список компаний с самыми высокими рейтингами по уровню надежности и качеству предоставляемых услуг выглядит следующим образом (рисунок 19).

Как видно на представленном рисунке, в тройке лидеров по данным на 2016 год являются УК Альфа-Капитал, УК ТКБ Инвестмент Партнерс, УК Управление Сбережениями.

Рассмотрим аналогичный рейтинг у Национальной лиги управляющих на 2016 год. Результаты представлены на рисунке 20.

В 2016 году Российская экономическая школа и журнал «Финанс» не предоставили необходимые рейтинги, а портал Investfunds.ru ориентируется на

рейтинги НЛУ. По этой причине они не рассматриваются далее.

Компания ^	Рейтинг v	Дата ^	Прогноз ^
Альфа-Капитал	A++	06.07.2016	Стабильный
ТКБ Инвестмент Партнерс	A++	14.06.2016	Стабильный
Управление Сбережениями	A++	15.02.2016	Стабильный
РЕГИОН Портфельные инвестиции	A++	15.12.2016	Стабильный
РЕГИОН Траст	A++	15.12.2016	Стабильный
УК «Лидер»	A++	18.11.2016	Стабильный
РЕГИОН Эссет Менеджмент	A++	15.12.2016	Стабильный
Сбербанк Управление Активами	A++	27.04.2017	Стабильный
Капиталь Управление Активами	A++	02.05.2017	Стабильный
Управляющая компания «Капиталь»	A++	02.05.2017	Стабильный
ВТБ Капитал Управление Активами	A++	15.11.2016	Стабильный
Газпромбанк – Управление активами	A++	09.08.2016	Стабильный

Рисунок 19 - Рейтинг управляющих компаний по версии «Эксперт РА»

УК	Рейтинг (индивидуальный)	Дата присвоения/подтверждения
ТКБ Инвестмент Партнерс (АО) <small>НЛУ</small>	AAA	07.12.2016
БК-Сбережения	AAA	10.06.2016
Управление Сбережениями <small>НЛУ</small>	AAA	12.10.2016
РЕГИОН ЭсМ	AAA	10.10.2016
РЕГИОН Портфельные инвестиции <small>НЛУ</small>	AAA	10.10.2016
РСХБ Управление Активами	AAA	09.11.2016
Капиталь	AAA	11.08.2016
БКС-Фонды недвижимости	AAA	10.06.2016
Лидер	AAA	01.12.2016
Открытие	AAA	11.05.2016
ВТБ Капитал Управление Активами	AAA	29.09.2016
Альфа-Капитал	AAA	29.04.2016
Сбербанк Управление Активами	AAA	07.10.2016
РЕГИОН Траст	AAA	10.10.2016
Райффайзен Капитал	AAA	09.03.2016
РЕГИОН Девелопмент	AAA	10.10.2016
ВТБ Капитал Пенсионный резерв	AAA	29.09.2016
Брокеркредитсервис	AAA	10.06.2016
Газпромбанк-Управление активами	AAA	30.12.2016

Рисунок 20 - Рейтинг управляющих компаний по версии НЛУ

По версии Национальной лиги управляющих, лидерами являются УК ТКБ Инвестмент Партнерс, УК БК-Сбережения, УК Управление Сбережениями.

Изучим качественные показатели лидеров, результаты аккумулируем в таблице 1.

Таблица 1 - Качественные показатели управляющих компаний

УК	Опыт работы	Рейтинг	Кол-во ПИФов	Открытость информации
Альфа-капитал	12 лет	A++ (ЭРА), AAA (НЛУ)	21	Сайт https://www.alfacapital.ru/
ТКБ Инвестмент Партнерс	10 лет	A++ (ЭРА), AAA (НЛУ)	11	Сайт http://tkbip.ru/
Управление Сбережениями	6 лет	A++(ЭРА), AAA (НЛУ)	20	Сайт http://www.sv-mg.ru/
БК-Сбережения	4 года	AAA (НЛУ)	Нет данных	Сайт https://bcsave.ru/
Группа УК РЕГИОН	11 лет	A++(ЭРА), AAA (НЛУ)	9	Сайт http://www.region.ru/
РСХБ УА	4 года	AAA (НЛУ)	9	Сайт http://www.rshb-am.ru/
Капиталь	14 лет	A++(ЭРА), AAA (НЛУ)	11	Сайт http://www.kapital-am.ru
Лидер	15 лет	A++ (ЭРА)	6	Сайт http://www.leader-invest.ru/
Открытие	12 лет	AAA (НЛУ)	15	Сайт http://www.open-am.ru/
ВТБ Капитал УА	9 лет	A++ (ЭРА), AAA (НЛУ)	36	Сайт https://www.vtbcapital-am.ru/
Сбербанк УА	14 лет	A++(ЭРА), AAA (НЛУ)	27	Сайт https://www.sberbank-am.ru/
Райффайзен Капитал	9 лет	AAA (НЛУ)	17	Сайт http://www.raiffeisen-capital.ru/
Газпромбанк УА	6 лет	A++(ЭРА), AAA (НЛУ)	22	Сайт http://www.am.gazprombank.ru/

Таким образом, видно, что наиболее опытными компаниями в сфере доверительного управления являются: Лидер, Сбербанк Управление Активами, Капиталь. Наименее опытными - Россельхозбанк Управление Активами, БК-Сбережения.

Наибольшее разнообразие ПИФов (что может в какой-то степени свидетельствовать о разносторонней подготовке команды управляющих и умениях действовать в различных ситуациях на рынке) наблюдается у компаний ВТБ Капитал и Сбербанк.

Практически все компании предоставляют всю необходимую информацию потенциальному инвестору, а именно историю компании, управленческий состав, ассортимент ПИФов и т. п. На этом же этапе следует отметить тот факт, что у управляющей компании БК-Сбережения не раскрыта информация о ПИФах ни на одном из сайтов и интернет-порталов, инвестору предлагается самому связаться с консультантом и обсудить все варианты инвестирования, по этой причине в дальнейшем исследовании эту компанию учитывать нецелесообразно.

На предыдущем этапе исследования было выяснено, что рынок ПИФов, в целом, показывает рост стоимости чистых активов, рост количества ПИФов, а условия для развития рынка инвестиционных фондов благоприятные. В связи с этим можно сделать вывод, что в среднесрочном и долгосрочном временных интервалах (1-3 года) может использоваться как активная, так и умеренная и пассивная стратегии.

Таким образом сформирован набор имеющихся в свободном доступе для инвестора открытых ПИФов с объектом вложения — акции.

Некоторые представленные фонды относятся к неотраслевым, а некоторые специализируются на вложении средств в ценные бумаги определенного сектора, в частности нефтегазовый, электроэнергетика,

металлургия и пр.

Количество ПИФов сбалансированного типа и ПИФов облигаций значительно меньше, чем фондов акций. Одной из причин этого является то, что фонды акций приносят больший доход. Нежели фонды облигаций, однако вложения в такие фонды сопряжены с большим риском.

Таблица 2 - ОПИФы акций, подходящие для активной стратегии

Название управляющей компании	Название ПИФа
Альфа Капитал	Альфа - Капитал Бренды
	Альфа - Капитал Инфраструктура
	Альфа - Капитал Ликвидные акции
	Альфа - Капитал Торговля
	Альфа - Капитал Ресурсы
	Альфа - Капитал Технологии
ТКБ Инвестмент Партнерс	ТКБ Инвестмент Партнерс - Премиум
	ТКБ Инвестмент Партнерс
Управление Сбережениями	РГС - Акции
	РГС - Metallургия
	РГС - Нефтегаз
	РГС - Электроэнергетика
РСХБ УА	РСХБ - Фонд Акции
	РСХБ - Лучшие отрасли
Капиталь	Капиталь - Перспективные вложения
Лидер	Лидер - Акции
Открытие	Открытие - Акции
	Открытие - Иностранные акции

окончание таблицы 2

Название управляющей компании	Название ПИФа
ВТБ Капитал УА	ВТБ - Фонд Акций
	ВТБ - Фонд Глобальных дивидендов
	ВТБ - Фонд Нефтегазового сектора
	ВТБ - Фонд Предприятий с гос. участием
Сбербанк УА	Сбербанк - Фонд акций Добрыня Никитич
	Сбербанк - Фонд активного управления
Райффайзен Капитал	Райффайзен - Сырьевой сектор
	Райффайзен - Акции
	Райффайзен - Электроэнергетика
Газпромбанк	Газпромбанк - Акции

Если говорить о фондах облигаций, то из названий фондов можно понять, что некоторые из них специализируются на вложении денежных средств в еврооблигации, в валютные облигации, а также в казначейские облигации.

Стоит заметить, что наибольшее количество фондов облигаций представлено у управляющей компании «Альфа Капитал». «Альфа-Капитал» была создана в 1996 году и является пионером рынка управления активами частных, институциональных и корпоративных инвесторов.

УК «Альфа-Капитал» является частью консорциума «Альфа-Групп», который входит в число самых крупных и надежных финансово-промышленных структур России.

После того, как сформирован список паевых фондов для каждой стратегии, приступим к анализу минимальной суммы вложения, скидок, вознаграждений, а также показателей эффективности ПИФов, после чего ПИФы для нерационального вложения будут отсеяны, а по одному из ПИФов с относительно более хорошими показателями будет составлена модель доходности, учитывающая факторы влияния (модель Росса).

Таблица 3 - смешанные ОПИФы, подходящие для умеренной стратегии

Название управляющей компании	Название ПИФа
Альфа Капитал	Альфа - Капитал Баланс
	Альфа - Капитал Стратегические инвестиции
ТКБ Инвестмент Партнерс	ТКБ Инвестмент Партнерс - Глобальные инвестиции
	ТКБ Инвестмент Партнерс - Фонд сбалансированный
Управление Сбережениями	РГС - Сбалансированный
УК Регион	Сфера
РСХБ УА	РСХБ - Фонд Сбалансированный
Капиталь	Капиталь - Сбалансированный
Лидер	Лидер - смешанные инвестиции
Открытие	Открытие - Глобальные инвестиции
ВТБ Капитал УА	ВТБ - Фонд Сбалансированный
Сбербанк УА	Сбербанк - Фонд Сбалансированный
Райффайзен Капитал	Райффайзен - Сбалансированный
Газпромбанк	Газпромбанк - Сбалансированный

По каждому ПИФу существует система скидок и надбавок в зависимости от индивидуальных параметров приобретения и погашения пая (срок удержания ПИФа - при погашении, сумма приобретения - при покупке).

Инвестиционная цель для фонда акций - получение максимального дохода от стоимости акций на основе детального анализа тенденций и перспектив рынка. Высокая степень риска. Активы формируются, в основном, из акций ведущих компаний и предприятий различных отраслей промышленности. Горизонт инвестирования от 1 года.

Инвестиционная цель для фонда смешанных инвестиций - получение умеренного дохода при умеренном риске. Активы формируются, в основном, из акций и облигаций ведущих компаний и предприятий различных отраслей промышленности. Горизонт инвестирования от 1 года.

Таблица 4 - ОПИФы облигаций, подходящие для пассивной стратегии

Название управляющей компании	Название ПИФа
Альфа Капитал	Альфа - Капитал Еврооблигации
	Альфа - Капитал Облигации плюс
	Альфа - Капитал Резерв
ТКБ Инвестмент Партнерс	ТКБ Инвестмент Партнерс - Фонд валютных облигаций
	ТКБ Инвестмент Партнерс - Фонд облигаций
Управление Сбережениями	РГС - Облигации
РСХБ УА	РСХБ - Фонд облигаций
	РСХБ - Казначейский
Капиталь	Капиталь - Облигации
Лидер	Лидер - Облигации
Открытие	Открытие - Облигации
ВТБ Капитал УА	ВТБ - Фонд Казначейский
Сбербанк УА	Сбербанк - Фонд перспективных облигаций
	Сбербанк - Фонд облигаций Илья Муромец
Райффайзен Капитал	Райффайзен - Облигации
	Райффайзен - Казначейский
Газпромбанк	Газпромбанк - Облигации плюс

Инвестиционная цель для фонда облигаций - сохранение дохода при

минимальных рисках. Активы формируются, в основном, из облигаций ведущих компаний и предприятий различных отраслей промышленности. Горизонт инвестирования от 1 года.

Рассмотрим условия управляющих компаний в плане надбавок, скидок и минимальных взносов, а также объекты вложения каждого ПИФа.

Для всех паев УК Альфа Капитал существуют надбавки до 1,5% в зависимости от суммы вложения, скидки до 2,5% в зависимости от срока владения паем, сумма комиссий и вознаграждений около 5%. Минимальный взнос от 30 000 руб.

Альфа - Капитал Бренды на 70% состоит из акций иностранных эмитентов (в т.ч. Apple, Nike), на 20% обыкновенных акций (Лукойл, Сбербанк, Московская биржа), 10% денежных средств. Альфа - Капитал Инфраструктура на 85% состоит из обыкновенных акций (Лукойл, Мегафон, Русгидро, Мосэнерго и др.), и 15% денежных средств, акций иностранных эмитентов. Альфа - Капитал Ликвидные акции на 90% состоит из обыкновенных и привилегированных акций нефтегазового сектора (Минимальный взнос - 15 000 руб). Альфа - Капитал Торговля на 80% состоит из иностранных и российских акций торгового сектора. Альфа - Капитал Ресурсы на 97% состоит из акций нефтегазовой, металлургической сфер. Альфа - Капитал Технологии на 100% состоит из акций иностранных эмитентов в сфере технологий (в т.ч. Adobe, Micron и др.).

Альфа-Капитал Стратегические инвестиции на 100% состоит из государственных облигаций, хотя заявлен как смешанный фонд. В дальнейшем этот фонд не будет рассматриваться по этой причине. Альфа-Капитал Баланс состоит на 50% из акций нефтегазового и металлургического секторов, на 50% из корпоративных облигаций нефтегазового сектора. Фонды облигаций у Альфа-Капитал состоят на 90% из облигаций нефтяного сектора.

ПИФы ТKB Инвестмент Партнерс характеризуются минимальным взносом от 5000 руб. до 50000 руб. Скидки - до 4%, вознаграждения УК - до 4 %. Фонды акций до 70% состоят из акций нефтегазового и металлургического секторов. Смешанные фонды состоят на 30% из денежных средств и 70% акций нефтегазового и металлургического секторов. Фонд валютных облигаций на 80% состоит из еврооблигаций и облигаций нефтегазового сектора, фонд облигаций - на 70% состоит из облигаций нефтегазового и банковского секторов.

ПИФы УК Управление Сбережениями характеризуются первоначальным взносом в размере 3000 руб. для любого ПИФа, скидками до 1%, вознаграждением УК - 4,5%. В соответствии с названием в ПИФы акций входит около 80% акций указанных в названии сфер. Фонд акций на 90% состоит из акций нефтегазового сектора, торгового и банковского секторов. В смешанный фонд входят облигации банковского сектора и акции нефтяных компаний в пропорции около 50/50. Фонд облигаций на 90% представлен облигациями банков и лизинговых компаний.

Управление активами Россельхозбанка предлагает инвесторам условия первоначального взноса от 5000 руб. до 100000 руб. (Фонд облигаций Казначейский). Скидки отсутствуют, вознаграждение УК - 4,3 %. Фонды акций на 80-90% состоят из акций нефтегазового сектора, энергетических компаний и банков. Фонд валютных облигаций и фонд акций лучших отраслей сформированы менее 3 лет назад, поэтому они будут исключены из дальнейшего исследования в связи с отсутствием сопоставимых данных. Смешанный фонд состоит из 60% акций нефтегазового и банковского секторов, а также из 30% облигаций тех же секторов.

ПИФы УК Регион работают около года (менее 3 лет), поэтому они будут исключены из выборки.

Минимальный взнос в размере 10000 руб. установила УК Капиталь. Скидки до 1,5%, Вознаграждение УК - 2,8%. Фонд акций состоит на 97% из акций нефтегазового сектора, банковского и торговых секторов. Фонд смешанных инвестиций на 50% состоит из акций нефтегазового сектора и на 40% из облигаций машиностроительного сектора. Фонд облигаций состоит из облигаций нефтегазового и финансового секторов.

УК Лидер установила минимальный взнос в размере 5000 руб. Скидки до 1,5%, вознаграждение УК - 2,5 %. Фонды акций представлены нефтегазовым сектором, банковским сектором. Фонды облигаций - российскими государственными облигациями, смешанные фонды поровну состоят как из государственных, региональных, так и из корпоративных облигаций, а также акций банковского и нефтяного сектора.

Рассмотрим ПИФы УК Открытие. Минимальный взнос от 5000 руб. Скидки до 3%, вознаграждение УК - 5,1%. Фонд Глобальных инвестиций функционирует менее 3 лет, он будет исключен из выборки. Фонд акций представлен нефтегазовым и банковскими секторами. Фонд облигаций сильно диверсифицирован по фирмам, однако преобладающие отрасли - банковская и нефтегазовая. Фонд иностранных акций всего лишь на 30% представлен акциями китайских компаний по производству мобильных телефонов.

ВТБ Капитал Управление активами установил минимальный взнос в диапазоне от 5000 руб. до 50000 руб. Скидки до 3%, вознаграждение Ук - 5,5%. Смешанные фонды и фонды акций представлены практически на 100% нефтегазовым сектором, фонды облигаций включают финансовый сектор, железнодорожную отрасль.

Минимальный взнос при покупке ПИФов УК Сбербанк - 15000 руб. Скидки до 3%, вознаграждение УК - 3,7%.

Фонды акций представлены нефтегазовым сектором, смешанные - акциями нефтегазовой отрасли и облигациями финансового сектора, облигации - финансовым сектором.

Вход в ПИФы УК Райффайзен Капитала обойдется в 50000 руб. Скидки до 2%, вознаграждение УК - 5,2%.

Фонды акций представлены нефтегазовыми компаниями, энергетическими компаниями и банками. Смешанные фонды включают в себя ценные бумаги иностранных эмитентов, акции компаний связи, нефтегазовых компаний, банков, а также государственные облигации. Фонды облигаций содержат как государственные облигации, так и облигации торгового сектора.

Для приобретения паев под управлением Газпромбанка необходимо внести минимум 5000 руб. Скидки до 2%, вознаграждение - 3,7%. Фонд акций представлен нефтегазовой, металлургической отраслями, а также банковским сектором. Фонд смешанных инвестиций представлен акциями нефтегазового сектора, а также государственными и корпоративными облигациями финансового сектора. В фонд облигаций входят ценные бумаги РЖД, торговых предприятий, банков, нефтяных компаний.

Таким образом, после качественного анализа видно, что ПИФы, в основном, состоят из ценных бумаг нефтегазового сектора, далее идут металлургические и финансовые сектора. При отборе факторов для модели Росса необходимо будет учесть эту информацию.

Перед этим произведем расчет показателей для каждого ПИФа (данные взяты с портала investfunds.ru), в качестве безрискового актива здесь и далее выбран процент по сберегающему сертификату Сбербанка, ставка - 7,55%. представим результаты в таблице 5.

Проанализируем полученные данные. Ориентироваться можно по многим показателям. Например, баланс риска и доходности учитывает Коэффициент риск/доходность. Коэффициент доходность/риск положительный у всех ПИФов,

это говорит о достаточно эффективном управлении. По этому показателю лидируют ПИФы ВТБ - Фонд Предприятий с государственным участием, РГС Металлургия, Райффайзен Сырьевой сектор, ВТБ Фонд нефтегазового сектора. Наибольшее количество единиц дохода на единицу риска демонстрируют ПИФы электроэнергетического сектора - Райффайзен Электроэнергетика и РГС Электроэнергетика.

Таблица 5 - Показатели ОПИФов акций

ПИФ	R ₁	R ₃	α	β	M	Cor (r, R)	σ	K _{шарпа}	K _{дох/риск}	RVOLp
АК Бренды	0,44%	38,93%	-4,38	0,4	0,42	0,25	4,11%	0,05	3,15	-17,77
АК Инф-ра	1,11%	33,64%	-3,65	0,5	0,28	0,28	4,78%	0,07	2,34	-12,88
АК Ликв.акции	-0,68%	80,87%	-1,53	0,7	0,33	0,48	5,66%	0,21	4,76	-11,75
АК Торговля	-4,41%	53,65%	-3,55	0,4	0,46	0,31	4,30%	0,16	4,15	-29,91
АК Ресурсы	-0,42%	31,07%	-1,82	0,7	0,47	0,62	4,96%	0,07	2,08	-11,38
АК Технол-и	8,78%	61,97%	-4,67	0,3	0,56	0,06	5,89%	0,11	3,5	4,11
ТКБ Премиум	6,16%	56,61%	-1,67	0,7	0,68	0,71	4,41%	0,21	4,27	-1,98
ТКБ	1,63%	37,66%	-4,78	0,3	0,65	0,27	3,15%	0,11	3,98	-19,73
РГС Акции	2,93%	48,12%	-1,01	0,8	0,64	0,91	4,50%	0,16	3,56	-5,77
РГС Метал-ия	19,67%	129,27%	-1,02	0,6	0,54	0,31	5,89%	0,33	7,31	20,20
РГС Нефтегаз	1,79%	53,38%	-0,53	0,9	0,61	0,84	5,04%	0,15	3,52	-6,40
РГС Элект-ка	39,89%	86,59%	-1,05	0,7	0,43	0,25	7,04%	0,20	4,09	46,20
РСХБ Ф.Акция	7,08%	77,23%	1,56	1,0	0,72	0,88	6,03%	0,24	4,26	-0,47
КапиталЪ П.влож.	0,76%	41,44%	0,02	1,0	0,47	0,94	5,24%	0,13	2,63	-6,79
Лидер Акции	3,85%	90,70%	0,66	0,9	0,45	0,77	5,58%	0,27	5,41	-4,11
Открытие Акции	8,87%	64,18%	0,61	1,0	0,38	0,83	5,62%	0,21	3,80	1,32
Открытие Ин.акц.	-5,45%	25,92%	-3,06	0,6	0,27	0,36	5,07%	0,04	1,70	-21,66
ВТБ Фонд Акции	9,47%	77,16%	0,75	1,0	0,71	0,85	5,57%	0,24	4,61	1,92
ВТБ Фонд Г. див.	-1,09%	50,07%	-3,54	0,5	0,35	0,25	4,87%	0,09	3,42	-17,28
ВТБ Фонд Неф.с.	24,69%	95,45%	-1,61	0,7	0,34	0,75	4,56%	0,11	6,97	24,48
ВТБ Ф.Пр.гос.уч.	22,73%	110,56%	-0,76	0,7	0,75	0,62	4,75%	0,34	7,75	21,68
Сбербанк Д. Ник.	4,93%	30,42%	0,54	1,0	0,42	0,94	6,08%	0,09	1,66	-2,62
Сбербанк акт. упр.	11,11%	27,36%	-0,65	0,9	0,55	0,72	5,61%	0,07	1,62	3,95
Райффайзен сыр.с.	4,71%	103,01%	0,17	0,9	0,61	0,68	5,49%	0,27	6,25	-3,15
Райффайзен Акц.	-6,33%	28,36%	-0,27	0,9	0,52	0,71	5,91%	0,08	1,59	-15,42
Райффайзен Эл-ка	46,59%	96,78%	-2,25	0,5	0,35	0,12	7,13%	0,22	4,52	78,08
Газпромбанк Акц.	-0,67%	47,32%	-0,31	0,9	0,46	0,89	4,97%	0,17	3,17	-9,13

Сравним показатели доходностей и риска ПИФов со среднерыночными. Средняя доходность по рынку (индекс ММВБ) составляет 18,1% в год.

Среднеквадратическое отклонение в пределах суток составляет около 3,5%. Из расчетов видно, что вкладывать в ПИФы на год выгоднее, чем в среднем по рынку только по ПИФам РГС Metallургия, РГС Электроэнергетика, ВТБ - Фонд Предприятий с государственным участием и Райффайзен Электроэнергетика, ВТБ Фонд нефтегазового сектора.

В долгосрочной же перспективе (3 года) все ПИФы демонстрируют положительную доходность. Вышеперечисленные ПИФы-лидеры демонстрируют одни из наибольших доходностей за 3 года в районе 90 - 130%. Если говорить о рисках, то в целом, риски выше, чем по рынку, но незначительно.

Наибольшей монотонностью, то есть постоянным приростом ежедневной доходности характеризуются ПИФы ВТБ Фонд Предприятий с государственным участием, РСХБ Ф.Акции, ВТБ Фонд Акции. К этим ПИФам можно присмотреться, если планируется срочный вывод средств путем погашения пая. Показатели корреляции у всех ПИФов находятся в диапазоне от 0,25 до 0,94. Этот показатель говорит о степени зависимости доходности фонда от конъюнктуры рынка. Чем больше значение, тем сильнее зависимость. Положительное значение этого показателя говорит о том, что доходность фонда изменяется в одном направлении с доходностью индекса. Значение меньше единицы означает, что доходность падает или растет медленнее рынка. РГС Metallургия, РГС Электроэнергетика, ВТБ Фонд Предприятий с государственным участием и Райффайзен Электроэнергетика, ВТБ Фонд нефтегазового сектора демонстрируют умеренную зависимость.

Коэффициент α у ПИФов - лидеров по годовой доходности отрицательный, это означает, что управляющий портфелем фонда внес отрицательный вклад в его доходность, и скорее всего полагался на удачу.

Положительные альфы у ряда ПИФов говорят о том, что управляющий внес вклад в доходность ПИФа, однако утверждать о том, навек это или удача следует только после проведения бутстрапизации, т. е. сам показатель альфы мало о чем может сказать частному инвестору.

Коэффициент Шарпа говорит о том, что величина премии доходности ПИФа к безрисковой доходности на единицу риска составила 0,33 у РГС Металлургия. Коэффициенты Шарпа по другим ПИФам расшифровываются аналогичным образом.

Коэффициент бета является мерой рыночного риска, отражая изменчивость доходности ПИФа по отношению к бенчмарку (индекс ММВБ). Чем ближе к 0 этот показатель, тем меньше ПИФ зависит от рыночной изменчивости. ПИФы-лидеры по годовой доходности демонстрируют среднюю зависимость от рыночной конъюнктуры.

Таким образом. Рекомендуемыми ПИФами для вложения денежных средств являются РГС Металлургия, РГС Электроэнергетика, ВТБ Фонд Предприятий с государственным участием, ВТБ Фонд нефтегазового сектора и Райффайзен Электроэнергетика.

Продолжим анализ по ПИФам со смешанными инвестициями. Результаты расчетов представлены в таблице 6.

Из полученных данных видно, что риски и доходности у ПИФов со смешанными инвестициями гораздо меньше, чем у ПИФов акций. В такие ПИФы разумно вкладывать денежные средства на длительный срок - от 3 лет.

Ежегодная доходность сможет покрыть инфляцию (по данным Росстата уровень инфляции равен 5,38%) по представленным в таблице 7 ПИФам УК Управление Сбережениями, УК Россельхозбанка, УК Лидер, УК ВТБ Капитал, УК Сбербанк, УК Газпромбанк.

Таблица 6 - Показатели ОПИФов смешанных инвестиций

ПИФ	R ₁	R ₃	α	β	M	Cor (r, R)	σ	K _{шарп} а	K _{дох/рис} к	RVOLp
АК Баланс	-2,90%	44,00%	-3,64	0,4	0,46	0,35	4,08%	0,11	3,59	-26,12
ТКБ Глоб. инвест.	2,98%	7,06%	-2,4	0,6	0,21	0,37	5,63%	-0,03	0,41	-7,61
ТКБ Фонд сбал.	4,91%	44,11%	-4,38	0,3	0,68	0,56	2,46%	0,2	5,97	-8,8
РГС Сбаланс.	6,36%	29,47%	-4,1	0,4	0,56	0,82	2,55%	0,08	3,85	-2,97
РСХБ Фонд Сбал.	9,16%	60,10%	-2,02	0,6	0,79	0,89	3,51%	0,27	5,7	2,68
КапиталЪ Сбаланс.	5,15%	38,68%	-4,78	0,3	0,73	0,57	2,25%	0,13	5,43	-8
Лидер смеш. инв.	6,17%	63,83%	-3,02	0,5	0,51	0,75	2,96%	0,32	7,18	-2,76
ВТБ Фонд Сбал.	10,62%	55,79%	-3,27	0,5	0,59	0,80	2,84%	0,25	6,54	6,15
Сбербанк Ф. Сбал.	7,37%	49,89%	-2,23	0,6	0,79	0,79	3,76%	0,18	4,42	-0,36
Райффайзен Сбал.	-3,71%	3,27%	-3,94	0,5	0,25	0,50	3,93%	-0,07	0,27	-22,52
Газпромбанк Сбал.	5,73%	46,40%	-3,59	0,5	0,72	0,91	2,49%	0,25	6,21	-3,64

Коэффициент доходность/риск положительный у всех ПИФов, это говорит о достаточно эффективном управлении. Наибольшие значения у ПИФов ВТБ, Лидер и Газпромбанка. Наибольшее количество единиц дохода на единицу риска демонстрируют ПИФы под управлением ВТБ и Россельхозбанка. Сравним показатели доходностей и риска ПИФов со среднерыночными. Средняя доходность по рынку (индекс ММВБ) составляет 18,1% в год. Среднеквадратическое отклонение в пределах суток составляет около 3,5%. Из расчетов видно, что вкладывать в ПИФы на год невыгодно. В долгосрочной же перспективе (3 года) все ПИФы демонстрируют положительную доходность. ПИФы-лидеры под управлением УК Россельхозбанка и УК Лидер демонстрируют доходности в районе 60%. Это почти в два раза меньше, чем у

ПИФов акций. Если говорить о рисках, то в целом, риски такие же, как и по рынку.

Наибольшей монотонностью, то есть постоянным приростом ежедневной доходности характеризуются ПИФы Россельхозбанка и Сбербанка. К этим ПИФам можно присмотреться, если планируется срочный вывод средств путем погашения пая. Показатели корреляции у ПИФов-лидеров по доходности за 3 года говорят о высокой зависимости от условий рынка, это не очень хорошо.

Коэффициент α у ПИФов - лидеров по доходности за 3 года также отрицательный, это означает, что управляющий портфелем фонда внес отрицательный вклад в его доходность.

Коэффициенты Шарпа по ПИФам-лидерам говорят о том, что величина премий доходностей ПИФов к безрисковой доходности на единицу риска составили 0,18-0,32.

ПИФы-лидеры по трехгодовой доходности демонстрируют среднюю зависимость от рыночной конъюнктуры, т. к. коэффициент бета не отличается экстремально высокими значениями.

Таким образом, рекомендуемыми ПИФами для вложения денежных средств на длительный срок в этой категории являются РСХБ - Фонд Сбалансированный, Лидер смешанные инвестиции, ВТБ Фонд Сбалансированный, Сбербанк Фонд Сбалансированный.

Аналогичным образом произведен расчет необходимых показателей для ПИФов облигаций. Результаты представлены в таблице 7.

Проведем анализ полученных данных. Первое, что бросается в глаза - большое количество ПИФов в данной категории с нулевой бетой и низкой зависимостью от структуры рынка. Инвестиционный портфель с нулевой (нейтральной) бетой - это модель формирования и управления пакетами ценных бумаг с целью получения прибыли независимо от текущей рыночной конъюнктуры. Однако не стоит убирать из внимания нерыночные риски.

Таблица 7 - Показатели ОПИФов облигаций

ПИФ	R ₁	R ₃	α	β	M	Cor _(г, R)	σ	K _{шарп} а	K _{дох/рис} к	RVOLp
АК Еврооблигации	-7,76%	65,21%	-5,5	0,1	0,41	0,02	4,69%	0,16	4,63	-153,1
АК Обл. плюс	13,25%	37,15%	-6,64	0,0	0,85	0,04	4,37%	0,15	2,83	-
АК Резерв	12,36%	39,63%	-6,22	0,1	0,91	0,11	1,83%	0,14	7,21	48,1
РСХБ Фонд обл.	9,68%	39,24%	-6,93	0,0	0,92	0,13	1,11%	0,27	11,78	-
ТКБ Фонд обл.	12,19%	35,07%	-6,98	0,0	0,94	0,07	1,09%	0,17	10,72	-
ТКБ Фонд вал.обл.	-7,68%	89,99%	-4,44	0,2	0,51	0,03	6,26%	0,18	4,79	-76,15
РГС Облигации	14,07%	37,12%	-7,07	0,0	0,98	0	0,39%	0,53	31,72	-
КапиталЪ Обл.	13,24%	35,49%	-6,83	0,0	0,84	0,05	5,95%	0,2	1,98	-
Лидер Облигации	9,76%	38,84%	-7,21	0,0	0,89	0,02	0,95%	0,25	13,62	-
Открытие Обл.	7,61%	47,86%	-6,22	0,0	0,83	0,20	1,09%	0,40	14,63	-
ВТБ Фонд Казнач.	14,29%	48,40%	-6,07	0,1	0,80	0,08	1,92%	0,26	8,40	67,40
Сбербанк Пер. обл.	14,02%	42,71%	-5,49	0,2	0,84	0,21	2,50%	0,13	5,69	32,35
Сбербанк Обл. ИМ	5,10%	24,94%	-4,83	0,3	0,79	0,19	4,30%	0,01	1,93	-8,16
Райффайзен Обл.	10,39%	35,33%	-6,43	0,0	0,82	0,09	1,50%	0,17	7,85	-
Райффайзен Казн.	6,27%	19,01%	-7,51	0,0	0,90	0,07	0,56%	-0,27	11,31	-
Газпромбанк Об.пл.	11,27%	40,15%	-6,88	0,0	0,91	0,01	0,81%	0,34	16,52	-

Такой принцип формирования портфеля применяется при разработке и практическом формировании фондов крупных инвестиционных корпораций и другими участниками финансового рынка, использующими консервативные стратегии вложения в рискованные активы. Соответственно, можно сделать вывод о том, что выбор фонда облигаций в качестве объекта вложений при консервативной стратегии был верным.

Из вышеобозначенного следует, что использование коэффициента

Трейнора, активно использующегося при оценке эффективности управления активами в западных странах, не подходит для ПИФов с консервативной стратегией управления, поскольку значения в случае нулевой беты стремятся к бесконечности, а произвести сравнение показателей по различным ПИФам невозможно. Таким образом, в данном случае следует отказаться от данного показателя при оценке ПИФов облигаций.

Годовые доходности ниже, чем по рынку в целом (18,1%), однако все ПИФы, кроме Альфа-Капитал Еврооблигации, ТКБ Фонд валютных облигаций, Сбербанк Фонд Облигаций Илья Муромец и Райффайзен Казначейский выше ставки безрискового актива (7,55%) и покрывают инфляцию при уровне 5,38%. По этой причине вышеперечисленные ПИФы не рекомендуется выбирать инвестору для вложения денежных средств.

Риски в среднем также гораздо ниже, чем по рынку (3,5%), ежедневная волатильность паев в этой категории колеблется в диапазоне от 0,39% до 6,26%.

Все паи в этой категории, кроме Альфа-Капитал Еврооблигации и ТКБ Фонд валютных облигаций характеризуются очень высокой монотонностью, а следовательно обеспечивают равномерный небольшой ежедневный прирост доходности.

Лидерами по значениям коэффициентов Шарпа и Риск/доходность выступают РГС Облигации, Открытие Облигации и Газпромбанк Облигации плюс. У этих ПИФов очень высокая монотонность, низкие риски, относительно высокие доходности за 3 года и 1 год. Эти ПИФы могут быть рекомендованы инвестору.

Также инвестор может присмотреться к Альфа-Капитал Облигации плюс, Альфа-Капитал Резерв, РСХБ Фонд облигаций, КапиталЪ Облигации, ВТБ Фонд Казначейский И Сбербанк Фонд перспективных облигаций, если инвестора устраивают показатели доходности этих ПИФов.

Коэффициент альфа у всех ПИФов отрицательный, принимает довольно

большое значение, отличное от единицы. Это говорит о том, что управляющий за счет навыков или фактора удачи не с достаточной степенью профессионализма управляет фондом.

3.2 Модель оценки стоимости паевого инвестиционного фонда

Ранее при исследовании представленной выборки ПИФов по всем видам стратегий было отмечено, что подавляющее большинство из них состоит из ценных бумаг нефтегазового сектора, в меньших долях - банковского и энергетического секторов. Попробуем выявить факторы, влияющие на доходность одного из ПИФов, а затем составить АРТ-модель.

В качестве исследуемого ПИФа возьмем ОПИФ акций - ВТБ Фонд Нефтегазового сектора. Фонд на 98,65% состоит из акций, на 1,27% из денежных средств и 0,08% дебиторской задолженности. 7,31% - привилегированных акций и 92,69% - обыкновенных.

Подробнее изучим состав обыкновенных акций этого ПИФа. Результат представлен на рисунке 19. Из рисунка видно, что ПИФ полностью состоит из акций нефтегазового сектора.

Изучим изменение средних ежемесячных цен пая за 2012-2016 гг., изучим описательную статистику и проверим, подчиняется ли выборка закону нормального распределения.

Расчет производился в программах Gretl и MS Excel. Данные для расчета представлены в Приложении Ж. Количество наблюдений - 60. Описательная статистика представлена на рисунке 20.

Среднее значение доходности равно 11,35. Медианой называется значение признака, приходящееся на середину упорядоченной совокупности. Таким образом, медиана равна 10,54.

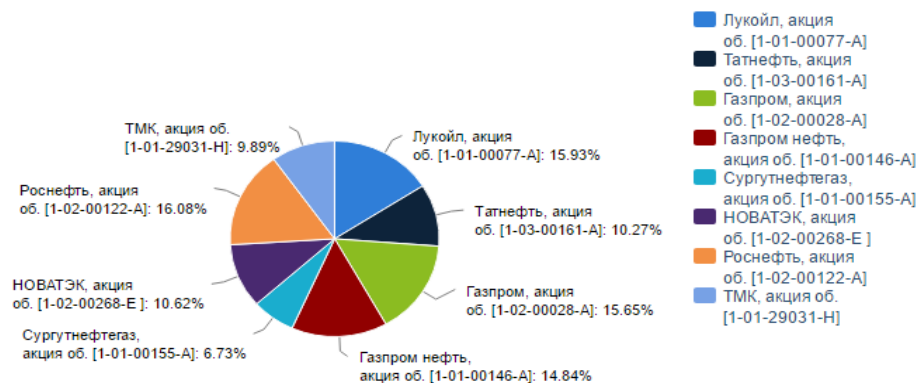


Рисунок 19 - состав ПИФа ВТБ Капитал - Фонд нефтегазового сектора

Среднее	11,352
Медиана	10,546
Минимум	8,3011
Максимум	16,081
Стандартное отклонение	1,8963
Вариация	0,16706
Асимметрия	0,50324
Экссесс	-0,88979
5% перцентиль	8,7746
95%-перцентиль	14,420
Interquartile range	2,9576
Пропущенные наблюдения	0

Рисунок 20 - Описательная статистика

Стандартное отклонение равно 1,89, значит каждое значение ряда отличается от среднего значения 11,35 в среднем на 1,89.

Проверим гипотезу о том, что значения ежемесячных доходностей распределены по нормальному закону с помощью критерия согласия Пирсона:

H_0 : генеральная совокупность имеет нормальное распределение.

H_1 : признак имеет распределение, отличное от нормального.

$\chi^2_{0,05,51} = 73,31$; $\chi^2_{\text{набл.}} = 90,37$. $\chi^2_{\text{набл.}} > \chi^2_{\text{табл.}}$, поэтому есть основания отвергнуть основную гипотезу. Данные выборки распределены не по нормальному закону. Другими словами, эмпирические и теоретические частоты различаются значимо.

Построим модель, основанную на модели Росса, где зависимой

переменной y выступают средние ежемесячные цены ПИФа, а независимыми переменными: x_1 - средние ежемесячные цены на нефть марки Brent, x_2 - средние ежемесячные значения индекса ММВБ (характеризующего рынок ценных бумаг в целом), x_3 - средняя ежемесячная стоимость чистых активов. Данные для расчетов представлены в Приложении Ж. Индекс ММВБ рассчитывается как отношение суммарной рыночной капитализации акций, включенных в базу расчета индекса, к суммарной рыночной капитализации этих акций на начальную дату, умноженное на значение индекса на начальную дату. Расчет индекса производится в режиме реального времени в рублях, таким образом, значение индекса пересчитывается при совершении каждой сделки на Московской бирже с акциями, включенными в базу расчета индекса.

Для оценки коэффициентов был использован метод наименьших квадратов, таким образом, получено уравнение регрессии $P = 3,72 - 0,02\beta_1 + 0,005\beta_2 - 6,9 \cdot 10^{-9}\beta_3$. Таким образом, при увеличении цены нефти на 1 доллар, цена ПИФа уменьшится в среднем на 0,02 руб., при увеличении значения индекса на 1 единицу цена увеличится в среднем на 0,005 руб., при увеличении стоимости чистых активов на единицу цена ПИФа уменьшится в среднем на $6,9 \cdot 10^{-9}$ руб.

Далее проверим остатки на подчинение нормальному закону распределения. Сформулируем две альтернативные гипотезы:

H_0 : остатки имеют нормальное распределение.

H_1 : остатки имеют распределение, отличное от нормального.

$\chi^2_{\text{табл}} = 0,74$; $\chi^2_{\text{набл.}} = 0,60$. $\chi^2_{\text{набл.}} < \chi^2_{\text{табл.}}$, поэтому есть основания принять основную гипотезу. Данные выборки распределены по нормальному закону. График остатков изображен на рисунке 21.

Найдем парные коэффициенты корреляции. Матрица парных коэффициентов корреляции представлена на рисунке 22.

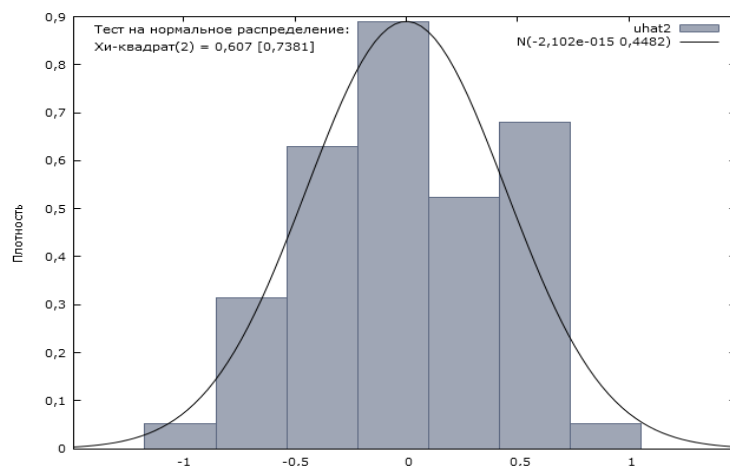


Рисунок 21 - Нормальное распределение остатков

Из полученных результатов видно, что между ценой ПИФа и ценой на нефть наблюдается обратная умеренная связь, т. е. увеличение цены на нефть приводит к уменьшению цены ПИФа. Между ценой ПИФа и значением индекса ММВБ наблюдается сильная прямая связь, т. е. увеличение значения индекса приводит к увеличению цены ПИФа.

Коэффициенты корреляции, наблюдения 2012:01 - 2016:12
5% критические значения (двухсторонние) = 0,2542 для n = 60

y	x1	x2	x3	
1,0000	-0,8611	0,9567	0,9079	y
	1,0000	-0,7945	-0,7523	x1
		1,0000	0,9155	x2
			1,0000	x3

Рисунок 22 - Матрица парных коэффициентов корреляции

Между ценой ПИФа и стоимостью чистых активов - умеренная прямая связь, увеличение стоимости чистых активов приводит к увеличению цены ПИФа. Между значением индекса и ценой на нефть, а также между ценой на нефть и стоимостью чистых активов также умеренная обратная связь. Между индексом и стоимостью чистых активов сильная прямая связь.

Проверим значимость модель с помощью критерия Фишера. Выдвигаем следующие гипотезы:

$$H_0 = \beta_1 = \beta_2 = 0;$$

$$H_1 = \text{Хотя бы одна } \beta \text{ не равна } 0.$$

На рисунке 23 видим значения $F_{\text{табл.}}$ и $F_{\text{расч.}}$. Так как $333,40 (F_{\text{расч.}}) > 1,13 \cdot 10^{-35} (F_{\text{табл.}})$, то гипотеза H_0 отвергается, переменные оказывают значительное влияние, уравнение регрессии значимо.

Далее проверим на значимость каждый из коэффициентов с помощью t-статистики Стьюдента. Сформулируем гипотезы:

$$H_0 = \beta_i = 0;$$

$$H_1 = \beta_i \text{ не равна } 0.$$

Значения t-статистик представлены на рисунке 23.

Проанализируем каждый показатель.

β_0 : $3,63 (t_{\text{расч.}}) > 0,0006 (t_{\text{табл.}})$, следовательно, H_0 отвергается, переменная значима.

β_1 : $5,17 (t_{\text{расч.}}) > 3,24 \cdot 10^{-6} (t_{\text{табл.}})$, следовательно, H_0 отвергается, переменная значима.

β_2 : $7,24 (t_{\text{расч.}}) > 1,40 \cdot 10^{-9} (t_{\text{табл.}})$, следовательно, H_0 отвергается, переменная значима.

β_3 : $2,04 (t_{\text{расч.}}) > 0,04 (t_{\text{табл.}})$, следовательно, H_0 отвергается, переменная значима.

Таким образом, все переменные существенно влияют на зависимую переменную.

Для оценки качества множественных регрессионных моделей используют коэффициент множественной детерминации.

Коэффициент детерминации показывает долю вариации результативного признака, находящегося под воздействием факторных признаков, т.е. определяет, какая доля вариации признака учтена в модели и обусловлена

влиянием на него факторов, включенных в модель.

Модель 2: МНК, использованы наблюдения 2012:01–2016:12 (T = 60)
Зависимая переменная: y

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	
-----	-----	-----	-----	-----	
const	3,72307	1,02556	3,630	0,0006	***
x1	-0,0167497	0,00323932	-5,171	3,24e-06	***
x2	0,00514450	0,000710727	7,238	1,40e-09	***
x3	6,90892e-09	3,37940e-09	2,044	0,0456	**
Среднее зав. перемен	11,35150	Ст. откл. зав. перемен	1,896349		
Сумма кв. остатков	11,24942	Ст. ошибка модели	0,448199		
R-квадрат	0,946980	Испр. R-квадрат	0,944139		
F(3, 56)	333,4003	P-значение (F)	1,13e-35		
Лог. правдоподобие	-34,91547	Крит. Акаике	77,83093		
Крит. Шварца	86,20831	Крит. Хеннана-Куинна	81,10779		
Параметр rho	0,620057	Стат. Дарбина-Вотсона	1,762092		
Тест на нормальное распределение ошибок -					
Нулевая гипотеза: ошибки распределены по нормальному закону					
Тестовая статистика: Хи-квадрат(2) = 0,607276					
p-значение = 0,738128					

Рисунок 23 - Модель МНК и характеристики модели

Чем ближе R^2 к единице, тем выше качество модели. На рисунке 25 указано значение $R^2 = 0,94$. Это говорит о высокой объясняющей способности модели. Вариация доходности на 94% объясняется вошедшими в модель факторами - ценой на нефть и значением индекса ММВБ. Наиболее показателен исправленный $R^2 = 0,94$, он также высок. Построим доверительные интервалы для значимых переменных. Доверительным называют интервал, который покрывает параметр с заданной надёжностью (95%). Результат представлен на рисунке 24.

Исследуем модель на мультиколлинеарность. Под мультиколлинеарностью понимается высокая взаимная коррелированность объясняющих переменных. На рисунке 22 видно, что связь между факторами довольно высокая, но избавляться ни от одной переменной мы пока не будем, а используем

специальный метод оценки наличия мультиколлинеарности - метод инфляционных факторов. Результаты представлены на рисунке 25.

$$t(56, 0,025) = 2,003$$

ПЕРЕМЕННАЯ	КОЭФФИЦИЕНТ	95% ДОВЕРИТ. ИНТЕРВАЛ	
const	3,72307	1,66861	5,77752
x1	-0,0167497	-0,0232388	-0,0102606
x2	0,00514450	0,00372074	0,00656825
x3	6,90892E-09	1,39171e-010	1,36787e-008

Рисунок 24 - Доверительные интервалы

Показатель VIF используется в регрессионном анализе для выявления мультиколлинеарности и последующего исключения из модели тех предикторов, у которых VIF оказывается слишком высоким. Обычно критическим считают значение $VIF = 10$. В нашем случае VIF у всех переменных не превышает 10. делаем вывод об отсутствии мультиколлинеарности.

Метод инфляционных факторов

Минимальное возможное значение = 1.0

Значения > 10.0 могут указывать на наличие мультиколлинеарности

```
x1    2,740
x2    7,345
x3    6,242
```

$VIF(j) = 1/(1 - R(j)^2)$, где $R(j)$ - это коэффициент множественной корреляции между переменной j и другими независимыми переменными

Рисунок 25 - Проверка модели на мультиколлинеарность

Проверим модель на автокорреляцию остатков. Автокорреляция - это взаимосвязь последовательных элементов временного или пространственного ряда данных. Автокорреляция в остатках есть нарушение одной из основных предпосылок МНК - предпосылки о случайности остатков, полученных по уравнению регрессии. Исходя из критерия Дарбина-Уотсона, значение которого указано на рисунке 23 и равно 1,76. Это значение попадает в диапазон между

табличными $d_h=1,69$ и $4-d_h = 2,31$ при уровне значимости 0,05. На основании этого делаем вывод об отсутствии автокорреляции остатков.

Проведем тест на гетероскедастичность. Гетероскедастичность означает неоднородность наблюдений, выражающуюся в неодинаковой дисперсии случайной ошибки регрессионной модели. Наличие гетероскедастичности случайных ошибок приводит к неэффективности оценок, полученных с помощью метода наименьших квадратов. На рисунке 26 приведен результат теста Вайта. С вероятностью 0,067 можно утверждать, что гетероскедастичности нет, следовательно 5%-ый порог пройден, гетероскедастичности в остатках нет.

Тест Вайта (White) на гетероскедастичность
МНК, использованы наблюдения 2012:01-2016:12 (T = 60)
Зависимая переменная: uhat^2

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	
const	-7,72064	4,82362	-1,601	0,1158	
x1	0,0386248	0,0345333	1,118	0,2687	
x2	0,0164912	0,00701128	2,352	0,0226	**
x3	-9,73632e-08	3,60275e-08	-2,702	0,0094	***
sq_x1	-0,000134432	8,45712e-05	-1,590	0,1182	
X2_X3	-2,89577e-05	1,85432e-05	-1,562	0,1247	
X2_X4	2,16127e-010	9,61355e-011	2,248	0,0290	**
sq_x2	-6,77826e-06	3,06997e-06	-2,208	0,0319	**
X3_X4	5,53860e-011	3,22511e-011	1,717	0,0921	*
sq_x3	0,00000	0,00000	-0,3955	0,6942	

Неисправленный R-квадрат = 0,379664

Тестовая статистика: $TR^2 = 22,779821$,
p-значение = $P(\text{Хи-квадрат}(9) > 22,779821) = 0,067100$

Рисунок 26 - Результаты теста Вайта

Проведем проверку модели на 3 месяца (январь-март 2017 г.г.). Результаты представлены в таблице 8. Из полученных результатов видно, что модель довольно точно описывает влияние факторов цены на нефть, индекса ММВБ и стоимости чистых активов на цену ПИФа со средней относительной ошибкой в районе 9%.

Таблица 8 – Проверка модели

Дата	x1	x2	x3	Р прогноз.	Р наблюд.	Относительная ошибка
01.17	55,68	2217,39	221078277,04	15,51	15,51	0
02.17	55,56	2035,77	236054444,71	14,21	16,09	0,13
03.17	52,74	1995,9	205478392,14	14,08	14,92	0,05

На среднюю цену можно ориентироваться, сравнивая ее с текущей котировкой, чтобы иметь представление о том, в какой день лучше погасить пай (например, при цене значительно выше ожидаемой средней) при активной стратегии, либо, наоборот, оценивать примерный прирост цены за месяц или несколько месяцев при умеренной стратегии. Рекомендуется использовать данный подход только в краткосрочной перспективе, выбирая обучающую выборку за 60 и более периодов для получения более точных результатов.

Таким образом, следуя алгоритму, предложенному во 2 главе, можно проанализировать эффективность ПИФа. Этот алгоритм поможет выбрать подходящий ПИФ для инвестора. Однако не стоит думать, что результаты в прошлом дадут гарантию успеха в будущем. Помимо опыта и профессиональных навыков управляющего, положение на рынке ПИФа зависит и от рыночной конъюнктуры. Необходимо также внимательно подходить к выбору управляющей компании, следить за аналитикой на специальных порталах для инвесторов и в печатных изданиях. Регулярно просматривать рейтинги управляющих компаний и ПИФов по данным Национальной Лиги Управляющих и различных рейтинговых агентств, например, РА Эксперт. Каждое из агентств пользуется своими методиками. Данные из этих источников помогут дополнить анализ. Необходимо также учесть информацию о скидках, комиссиях, чтобы знать, какой процент от прибыли можно потерять.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Инвестиционный фонд - это институт, предназначение которого - аккумулирование денежных средств инвесторов. Благодаря инвестиционному фонду эти инвесторы получают возможность попасть на рынки с большим количеством минимальных объемов сделок и возможность привлечь профессионалов к управлению своим портфелем инвестиций. Работа на рынке ценных бумаг требует тщательного анализа большого количества информации и статистических данных, на что у обычного частного инвестора обычно не хватает ни времени, ни знаний.

Данная работа была посвящена подробному исследованию инвестиционных фондов. Проведенное исследование состояло из нескольких этапов:

- исследование классификации и истории развития инвестиционных фондов;
- выявление особенностей функционирования инвестиционных фондов;
- рассмотрение российских и зарубежных методов оценки эффективности паевых инвестиционных фондов;
- составление алгоритма выбора рационального ПИФа для вложения денежных средств инвестором;
- оценка деятельности российских паевых инвестиционных фондов на современном этапе развития;
- составление рекомендаций для инвестора;
- создание многофакторной модели для оценки стоимости паевого инвестиционного фонда на примере открытого фонда акций нефтегазового сектора под управлением ВТБ Капитал Управление активами.

В ходе исследования была определена специфика функционирования инвестиционных фондов в РФ и исследован процесс формирования и

существования инвестиционных фондов в разных странах. Был затронут важный аспект классификации инвестиционных фондов. Внимательное изучение инвестиционных фондов с точки зрения классификации дает инвестору возможность всесторонне увидеть отличия, преимущества и недостатки каждого из фондов. Для инвесторов классификация инвестиционных фондов способствует принятию оптимального инвестиционного решения и выбора адекватной инвестиционной цели.

Если говорить об историческом аспекте, то в России инвестиционные фонды появились гораздо позже, чем в странах Европы и США. Появление подобного института в нашей стране было сопряжено с процессом приватизации. Одними из предпосылок к возникновению фондов являлись относительно большие накопления у некоторых слоев населения. Также учредители, создавая фонды, считали, что работают на перспективу - чтобы занять свою нишу на будущем большом рынке. Начиная с 1996 года, ПИФы характеризовались хорошими финансовыми результатами. На конец 2016 года в России функционируют более 1000 ПИФов с суммарной стоимостью чистых активов более 629 млрд руб.

Основным документом, регулирующим деятельность паевых инвестиционных фондов является Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» N 156-ФЗ, принятый в конце 2001 года. Россия учитывает зарубежный опыт правового регулирования института ПИФов при создании отечественного законодательства. Ориентированный на рыночное развитие подход российского законодателя к вопросам нормативно-правового регулирования деятельности ПИФов, предполагающий баланс интересов между интересами пайщиков и управляющей компании с неизбежностью должен повлечь их количественное и качественное увеличение. Все спорные моменты могут быть урегулированы как в процессе осуществления законотворческой деятельности, так и в процессе его реализации путем внесения соответствующих изменений.

Проведя анализ факторов влияния на деятельность инвестиционных фондов в России, видим, что в РФ достаточно благоприятные условия для развития данного института. Приток капитала, улучшение способности обслуживания своего государственного долга, повышение кредитных рейтингов, улучшение инвестиционного климата и повышения уровня доверия к стране создадут условия для притока инвестиций на рынок паевых инвестиционных фондов.

В ходе работы также проблема с точки зрения совершенствования возможности управления рисками, обозначены проблемы, методы и инструменты управления по видам рисков. К методам относятся диверсификация, страхование, резервирование, хеджирование, спекулирование. К инструментам - покупка паев нескольких видов, приобретение наличной валюты, приобретение срочных инструментов, создание резервов. Каждый инвестор может выбрать один или сочетать несколько инструментов между собой, чтобы уменьшить риски. Управление рисками уступает зарубежному опыту в виду не разработанности фондов страхования для паевых инвестиционных фондов.

В результате анализа методов оценки эффективности ПИФов было выяснено, что многие готовые подходы, например рейтинги, обладают рядом недостатков. Например, в методе портала Investfunds.ru расчет рейтингов происходит раз в квартал и представляет собой ранжирование по баллам. Не на все фонды на сайте представлена оценка, поэтому инвестору понадобится дополнительное время на анализ неоцененных фондов. Также оценка производится по всем фондам, вне зависимости от стратегии управления, объекта инвестирования. Могут возникнуть трудности с сопоставлением результатов. Методика агентства «Эксперт» очень лаконична, всего три показателя - коэффициент Шарпа, альфа и превышение доходности фонда над доходностью бенчмарка. Недостаток - не очень глубокий анализ. Журнал

«Финанс» составляет рейтинги на основании показателей за год, поэтому при этой оценке нельзя получить показатели за квартал или месяц. В связи с этим, решено было разработать свой собственный комплексный подход, который наглядно был представлен в виде алгоритма.

На основании разработанного подхода был проведен анализ российских паевых инвестиционных фондов по объектам вложения: акции, облигации и смешанные инвестиции. Выбраны управляющие компании с наиболее высокими рейтингами надежности - А++ (исключительно высокий уровень надежности и качества услуг) по версии рейтингового агентства «Эксперт» и по версии Национальной лиги управляющих.

В каждой управляющей компании были рассмотрены подходящие по объекту инвестирования продукты, а именно открытые фонды акций, облигаций, смешанные фонды.

На основании разработанного алгоритма был проведен анализ данных по выбранным ПИФам. Анализировались показатели риска, доходности, а также различные коэффициенты, например альфа, бета, Шарпа, доходность/риск и другие.

В ходе анализа были отобраны самые эффективные ПИФы в представленных сегментах. Среди ОПИФов с объектом вложения - акции - это РГС Металлургия, РГС Электроэнергетика, ВТБ Фонд Предприятий с государственным участием, ВТБ Фонд нефтегазового сектора и Райффайзен Электроэнергетика. По объекту вложения - облигации - это РГС Облигации, Открытие Облигации и Газпромбанк Облигации плюс. И по смешанным фондам - РСХБ - Фонд Сбалансированный, Лидер смешанные инвестиции, ВТБ Фонд Сбалансированный, Сбербанк Фонд Сбалансированный.

Таким образом инвестор может составить представление о работе ПИФа, проанализировав данные прошлых периодов, а также ориентироваться среди

ПИФов разных управляющих компаний.

Также была разработана модель оценки стоимости паевого инвестиционного фонда на основе модели Росса (АРТ-модель). В России на фондовом рынке наблюдается ненормальное распределение цен и доходностей ценных бумаг, поэтому необходимо включать в модель дополнительные факторы, основанные на показателях роста цен на сырьевые товары и энергоносители, т. к. от этих факторов зависит рост российской экономики. На развитом рынке ценных бумаг США при спокойных условиях функционирования на рынках действует статистический закон нормального распределения вероятностей движения цены, т. к. инвесторы различных групп активно перераспределяют капиталы между странами, секторами экономики и предприятиями. Можно инвестировать в высокотехнологичные компании (Microsoft, IBM, Google), в интернет-компании (Facebook), в известные всем Procter&Gamble и Johnson&Johnson, розничные сети Wal-Mart и Home Depot, в производителей различного рода техники Boeing или Ford, в производителей спортивных товаров Nike, в сети быстрого питания McDonald's Corporation, в финансовый сектор (Bank of America, JPMorgan Chase). В России же наиболее популярными компаниями для инвестирования являются Газпром, Роснефть, Северсталь, Сургут. Поэтому именно включение в модель фактора цены на нефть помогло адаптировать АРТ-модель к условиям рынка ценных бумаг современной России. Модель довольно точно описывает влияние факторов цены на нефть, индекса ММВБ и стоимости чистых активов на цену ПИФа со средней относительной ошибкой в районе 9%. На среднюю цену можно ориентироваться, сравнивая ее с текущей котировкой, чтобы иметь представление о том, в какой день лучше погасить пай (например, при цене значительно выше ожидаемой средней) при активной стратегии, либо, наоборот, оценивать примерный прирост цены за месяц или несколько месяцев при умеренной стратегии. Рекомендуется использовать данный подход только в

краткосрочной перспективе (5% от обучающей выборки), выбирая обучающую выборку за 60 и более периодов для получения более точных результатов.

Таким образом, разработанный алгоритм поможет выбрать подходящий ПИФ для инвестора. Однако не стоит думать, что результаты в прошлом дадут гарантию успеха в будущем. Помимо опыта и профессиональных навыков управляющего, положение на рынке ПИФа зависит и от рыночной конъюнктуры. Необходимо также внимательно подходить к выбору управляющей компании, следить за аналитикой на специальных порталах для инвесторов и в печатных изданиях. Регулярно просматривать рейтинги управляющих компаний и ПИФов по данным Национальной Лиги Управляющих и различных рейтинговых агентств, например, РА Эксперт. Каждое из агентств пользуется своими методиками. Данные из этих источников помогут дополнить анализ. Необходимо также учесть информацию о скидках, надбавках и комиссиях, чтобы точно знать, какой процент от прибыли можно потерять.

Подводя итог, следует отметить, что совершенствование законодательной базы, создание регулятивной инфраструктуры финансового рынка, повышение финансовой грамотности населения, снижение недоверия граждан к финансовому рынку - это то, что поможет инвестиционным фондам развиваться в нашей стране и дальше.

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

АРТ - Арбитражная теория

ЗПИФ - Закрытый паевой инвестиционный фонд

НДС - Налог на добавленную стоимость

НДФЛ - Налог на доходы физических лиц

НЛУ - Национальная лига управляющих

ОПИФ - Открытый паевой инвестиционный фонд

ПИФ - Паевой инвестиционный фонд

РФ - Российская Федерация

РЦБ - Рынок ценных бумаг

СЧА - Стоимость чистых активов

УА - Управление активами

УК - Управляющая компания

ART - Arbitrage theory

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Абрамов, А.Е. Инвестиционные фонды: Доходность и риски, стратегии управления портфелем, объекты инвестирования в России / Абрамов А.Е. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. С. 41-48.
2. Антонова, И. С. Инвестиционная привлекательность закрытого паевого фонда недвижимости/ И. С. Антонова // Молодой ученый - 2015. - № 9. - С. 500-503.
3. Богл Д. Взаимные фонды с точки зрения здравого смысла (Новые императивы для разумного инвестора). - М.: Альпина Паблишер, 2008. С. 75-96.
4. Боди З., Мертон Р. Финансы / Пер. с англ. Уч. Пос. - М.: Вильямс, 2008. С. 76-77.
5. Вершинина, А.А. Паевые инвестиционные фонды на фондовом рынке России: науч.изд./А.А. Вершинина, А.В. Трофимовская, М.В. Фатин. - М.: МЭСИ, 2014. - 151 с.
6. Гражданский кодекс Российской Федерации (ч.1) от 30.11.1994 г. № 51-ФЗ [ред. От 30.11.2011].
7. Гурьянова, В. Ю. Статистическая оценка качества управления и риска портфеля паевых инвестиционных фондов/ В. Ю. Гурьянова // Экономика, экология и общество - 2014. - № 1. - С. 111-114.
8. Егоров, В. С. Заключение договора доверительного управления паевыми инвестиционными фондами / В. С. Егоров // Образование. Наука. Научные кадры - 2014. - № 3. - С. 41-43.
9. Жданова, О. А. Деятельность паевых инвестиционных фондов на рынке драгоценных металлов/ О. А. Жданова // Экономика. Управление. Финансы - 2015. - № 1. - С. 19-23.

10. Завьялов, А. Н. Анализ эффективности агрессивных портфельных стратегий/ А. Н. Завьялов // Вестник МГИМО Университета - 2014. - № 3. - С. 110-114.
11. Залибекова, Д. З. Перспективы развития рынка паевых инвестиционных фондов в России/ Д. З. Залибекова // Теория и практика общественного развития - 2014. - № 14. - С. 82-83.
12. Залибекова, Д. З. Преимущества паевых инвестиционных фондов/ Д. З. Залибекова // Гуманитарные, социально-экономические и общественные науки - 2014. - № 9. - С. 319-321.
13. Исхакова, Г. Н. Выбор паевого инвестиционного фонда в условиях риска/ Г. Н. Исхакова // ITIDS+RRS'2014 - 2014. - № 1. - С. 56-61.
14. Кожухова Т.Г. К вопросу о типологии паевых инвестиционных фондов в России/ Т.Г.Кожухова // Экономика и социум. - 2015. - №2(15). - С.23
15. Кондрашева, А. С. Доверительное управление активами открытых паевых инвестиционных фондов/ А. С. Кондрашева // Экономика и социум - 2014. - № 12. - С. 225-228.
16. Миркин, Я.М. Лекции по курсу «Институты финансовых рынков» Часть 2 «Управление рисками брокеров- дилеров на финансовом рынке» - М.,2007.
17. Митин, Б.М.Ценные бумаги. Учет, налоги, право: учебник/ Б.М. Митин. - Издательство: НалогИнформ, 2006. - 240 с.
18. Михайлов А.Ю. Оценка эффективности функционирования инвестиционных фондов в России: автореф. дис. канд. экон. Наук. - М., 2013. - 23 с.
19. Налоговый кодекс Российской Федерации (ч.2) от 05.08.2000 г. №117-ФЗ [ред. От 06.12.2011].

20. Нестеренко, Е. А. Специфические особенности российских паевых инвестиционных фондов/ Е. А. Нестеренко // Финансовая аналитика: проблемы и решения - 2014. - № 41. - С. 11-20.

21. Никифорова, В.Д. Анализ конкурентных позиций инвестиционных фондов и иных типов посредников на российском рынке инвестиций и финансовых услуг/В.Д. Никифорова// Научный журнал НИУ ИТМО. - 2014. - №1. - С. 55-59.

22. Ножкин С.А., Колиева А.Э. Законотворческая функция государственной власти в сфере правового регулирования паевых инвестиционных фондов в РФ/ С.А.Ножкин, А.Э.Колиева // Вестник Северо-Осетинского государственного университета им.К.Л.Хетагурова - Владикавказ - 2012.- №1.- С.78-80

23. Организация деятельности паевых инвестиционных фондов и проблемы их развития: отчет о НИР/Воронова Ю.В., Финансовый Университет при Правительстве Российской Федерации; рук. Андрианова Л.Н. - Москва, 2012. - 92 с.

24. Осипова, О.А. Инвестиционные фонды: формирование и перспективы развития: автореф. дис. канд. экон. наук. - М., 1995. - 25 с.

25. Павлова, Е. В. Паевые инвестиционные фонды: анализ доходности и преимущества деятельности / Е. В. Павлова // Вестник НГИЭИ - 2015. - № 3. - С. 74-82.

26. Перепечкина, Е. Г. Современное состояние и проблемы развития паевых инвестиционных фондов в России / Е. Г. Перепечкина // Вестник РГГУ. - 2012. - № 12 : Серия "Экономические науки". - С. 130-136

27. Полтева, Т. В. Проблемы развития российского рынка паевых инвестиционных фондов/ Т. В. Полтева // Экономика. Управление. Финансы - 2015. - № 1. - С. 88-89.

28. Полякова, А. Е. Оптимизация вложений в паевые инвестиционные фонды / А. Е. Полякова // Стратегии бизнеса - 2014. - № 1. - С. 73-74.
29. Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам Российской Федерации «Об утверждении положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» от 28.12.10г. №10-79 пз/н [ред. от 31.05.11г. №11-24 пз/н].
30. Рамазанова, П. А. Паевые инвестиционные фонды в России / П. А. Рамазанова // Экономика и социум - 2014. - № 11. - С. 1210-1213.
31. Саркисянц, А. Инвестиционные фонды в мире/ А. Саркисянц //«Б&Б».-2010.- №1, С. 24-25.
32. Сташкевич, А. С. Современные подходы организации риск-менеджмента паевых инвестиционных фондов/ А. С. Сташкевич // Научный вестник Одесского национального экономического университета - 2014. - № 6. - С. 127-136.
33. Трегуб А. Паевые инвестиционные риски: качество инструмента и риски инвестора/ А.Трегуб // Финансист. - 2002. - №2. - С.23
34. Тропина, Ж. Н. Эволюция институтов коллективного инвестирования российского финансового рынка/ Ж. Н. Тропина // Вестник ИЭАУ - 2015. - № 7. - С. 11.
35. Трофимовская, А. В. Оценка эффективности управления портфелем паевого инвестиционного фонда/ А. В. Трофимовская // Экономика, статистика и информатика - 2015. - № 1. - С. 121-123.
36. Устова, С. Е. Государственное регулирование паевых инвестиционных фондов/ С. Е. Устова // Ученые заметки ТОГУ - 2014. - № 4. - С. 317-323.
37. Файзрахманова, Э. А. Становление и развитие паевых инвестиционных фондов в России/ Э. А. Файзрахманова // Вестник ТИСБИ - 2014. - № 1. - С. 192-203.

38. Фарбер, Е. Паевые инвестиционные фонды как коллективные инвесторы на российском финансовом рынке/ Е. Фарбер // Риск : рынок, информация, снабжение, конкуренция : журнал. - 2012. - № 1. - С. 519 - 525 .

39. Федеральный закон от 29.11.2001 N 156 -ФЗ "Об инвестиционных фондах".

40. Харло, Р.С. Анализ факторов развития паевых инвестиционных фондов в России/Р.С. Харло // Финансовые исследования. - 2007. - № 15. - С. 51-62.

41. Челпанова, В. А. К вопросу о сущности паевых инвестиционных фондов/ В. А. Челпанова // Аграрный научный журнал - 2014. - № 1. - С. 90-93.

42. Официальный сайт управляющей компании «Альфа-капитал», [электронный ресурс], режим доступа: <http://www.alfacapital.ru/>

43. Официальный сайт издательства журнала «Финанс», [электронный ресурс], режим доступа: <http://finansmag.ru/>

44. Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики, [электронный ресурс], режим доступа: <http://www.gks.ru>.

45. Официальный сайт информационного агентства Cbonds, посвященный российской индустрии паевых инвестиционных фондов, [электронный ресурс], режим доступа: <http://www.investfunds.ru>

46. Официальный сайт национальной лиги управляющих, [электронный ресурс], режим доступа: <http://www.nlu.ru>

47. Статистика ПИФов [электронный ресурс], режим доступа: <http://nlu.ru/stat-scha.htm>.

48. Официальный сайт информационного агентства «Российские финансовые коммуникации», [электронный ресурс], режим доступа: <http://www.rosfincom.ru>

49. Официальный сайт UFS-FEDERATION, [электронный ресурс], режим доступа: http://ru.ufs-federation.com/pages/o_kompanii/ufs.html

50. Официальный сайт управляющей компании «Сбербанк Управление Активами», [электронный ресурс], режим доступа: <http://www.sberbank-am.ru/>

51. Официальный сайт управляющей компании «Анализ. Финансы. Инвестиции» [электронный ресурс], режим доступа: [http://www.ukafin.ru/Особенности налогообложения паевых инвестиционных фондов и пайщиков ПИФ](http://www.ukafin.ru/Особенности_налогообложения_паевых_инвестиционных_фондов_и_пайщиков_ПИФ)

52. Официальный сайт управляющей компании «ВТБ Капитал Управление Активами», [электронный ресурс], режим доступа: <https://www.vtbcapital-am.ru>

ПРИЛОЖЕНИЕ А

Характерные черты фондов

Вид	Характерные черты
1. Корпоративные фонды	
Особенности участия	Акции приобретаются по подписке, либо на вторичном рынке.
Субъект управления	Управляющие компании могут взять на себя некоторые функции по управлению инвестиционным портфелем фонда.
Получение доходов	Доходы распределяются между акционерами в виде дивидендов. Конечный доход получается акционером при продаже акций.
2. Контрактные фонды	
Особенности участия	Действуют на основе договора с совладельцами (инвесторами).
Субъект управления	Управление имуществом фонда передается управляющей компании. Управляющая компания должна действовать исключительно в интересах инвесторов. Номинальным владельцем активов инвестиционного фонда является лицо, которое осуществляет их учет и хранение.
Получение доходов	Доход представляет собой разницу между ценой покупки и ценой продажи инвестиционного пая.
3. Трастовые фонды	
Особенности участия	Действует на основе договора <u>траста</u> .
Субъект управления	Управляющий несет ответственность за административное обеспечение и управление инвестиционным портфелем фонда, а <u>трасти</u> отвечает за сохранность активов и реализацию инвестиционных решений, принятых управляющим, а также должен защищать интересы инвесторов.
Получение доходов	<u>Бенефициар</u> получает свою долю дохода и имущества в соответствии с условиями <u>траста</u> .

ПРИЛОЖЕНИЕ Б

Классификация по виду фонда

№	Вид	Характерные черты
1	Закрытые фонды	У владельца инвестиционного пая нет права требовать от управляющей компании прекращения договора доверительного управления до истечения срока его действия (за исключением случаев, предусмотренных Законом).
2	Интервальные фонды	У владельца существует право в течение срока, установленного правилами доверительного управления инвестиционным фондом, требовать от управляющей компании погашения всех принадлежащих ему инвестиционных паев и прекращения тем самым договора доверительного управления инвестиционным фондом или погашения части принадлежащих ему инвестиционных паев.
3	Биржевые фонды	У владельца инвестиционных паев есть право в любой рабочий день требовать от уполномоченного управляющей компанией лица погашения всех принадлежащих ему инвестиционных паев и прекращения тем самым договора доверительного управления фондом или погашения части принадлежащих ему инвестиционных паев, а также имеется право продать инвестиционные пай на бирже, указанной в правилах доверительного управления фондом, а у уполномоченного лица, имеется право в сроки, установленные правилами доверительного управления фондом, требовать от управляющей компании погашения всех или части принадлежащих ему инвестиционных паев.
4	Открытые фонды	У владельца есть право в любой рабочий день требовать от управляющей компании погашения всех принадлежащих ему инвестиционных паев и прекращения тем самым договора доверительного управления фондом или погашения части принадлежащих ему инвестиционных паев.

ПРИЛОЖЕНИЕ В

Классификация по профильному объекту инвестирования

Категория ПИФа	Профильный объект инвестирования
Фонд денежного рынка	Денежные средства, в том числе иностранная валюта, на счетах и во вкладах в кредитных организациях
Фонд облигаций	Облигации, не менее 50%
Фонд акций	Акции, не менее 50%
Фонд смешанных инвестиций	Валюта, акции, облигации, не менее 70%
Фонд прямых инвестиций	Акции в российских акционерных обществах, доли в российских обществах с ограниченной ответственностью, облигации российских хозяйственных обществ
Фонд особо рискованных (венчурных) инвестиций	Акции в российских акционерных обществах, доли в российских обществах с ограниченной ответственностью, работающих в инновационной отрасли
Фонд фондов	Инвестиционные паи за некоторыми ограничениями
Рентный фонд	Недвижимое имущество и права аренды недвижимого имущества
Фонд недвижимости	Недвижимое имущество, имущественные права из договоров участия в долевом строительстве объектов недвижимого имущества
Ипотечный фонд	Ипотечные ценные бумаги, закладные
Индексный фонд (с указанием индекса)	Ценные бумаги, по которым рассчитывается определенный индекс
Кредитный фонд	Денежные требования по кредитным договорам или договорам займа, имущество (имущественные права), являющееся предметом залога
Фонд товарного рынка	Драгоценные металлы, имущественные права из опционных договоров и фьючерсных договоров, базовым активом которых являются биржевые товары, имущественные права из опционных договоров, базовым активом которых являются фьючерсные договоры, базовым активом которых являются биржевые товары. Доли не должны быть ниже 50%
Хедж-фонд	Валюта, акции, облигации, драгоценные металлы, акции акционерных инвестиционных фондов и инвестиционные паи за некоторыми исключениями, имущественные права из опционных договоров (контрактов) и фьючерсных договоров (контрактов).
Фонд художественных ценностей	Художественные ценности
Фонд долгосрочных прямых инвестиций	Акции в российских и иностранных акционерных обществах, доли в российских и иностранных обществах с ограниченной ответственностью

ПРИЛОЖЕНИЕ Г

Факторы влияния на развитие ПИФов

Группа факторов	Показатель	Воздействие при более высоких значениях
Законы и регулирующие акты	1. Эффективность судебной системы	Положительное
	2. Верховенство закона	Положительное
	3. Коррупция	Отрицательное
	4. Риск потери собственности	Отрицательное
	5. Риск отказа от выполнения договора	Отрицательное
	6. Законы против инсайдерской торговли	Отрицательное
	7. Стандарты отчетности	Положительное
	8. Независимые депозитари	Положительное
	9. Высокая степень раскрытия информации	Положительное
	10. Требования по внутреннему контролю	Положительное
	11. Фонды не могут иметь значительную долю в капитале эмитентов	Положительное
	12. Ставка налога, выплачиваемая семьями фондов	Зависит от законодательства
Показатели предложения	1. Концентрация банков	Отрицательное
	2. Страхование вкладов	Отрицательное
	3. Ограничения на деятельность с ценными бумагами	Отрицательное
	4. Количество каналов дистрибуции	Положительное
	5. Легкость согласия регулятора для учреждения фонда	Положительное
	6. Затраты на учреждение новых фондов	Отрицательное
Показатели спроса	1. Население страны	Положительное
	2. ВВП на душу населения	Положительное
	3. Грамотность населения	Положительное
	4. Уровень образования	Положительное
	5. Число пользователей Интернета	Положительное
	6. Негосударственные пенсионные планы	Положительное
Показатели ликвидности	1. Общий объем рынка акций(облигаций)	Положительное
	2. Затраты на сделки	Отрицательное

ПРИЛОЖЕНИЕ Д

Рекомендации для инвестора

Фактор	Рекомендация
Доходность	Доходность фонда акций, как правило, выше доходности фонда облигаций
Волатильность	Чем выше доходность, тем выше риск
Ликвидность	Характеризуется показателем монотонности, закрытые и интервальные фонды характеризуются меньшей ликвидностью, чем открытые
Комиссионное вознаграждение	Комиссия, как правило, ниже у закрытых ПИФов
Репутация управляющей компании	Следует ориентироваться на специальные рейтинги, составленные экспертными агентствами, выбирая лидеров
История управляющей компании	Следует обратить внимание на годы работы и средние % доходностей по паям за прошедшее время. Компания с большим опытом работы и высокой эффективностью управления более привлекательна
Ассортимент фондов	Выступает показателем способности и успешности работы на разных рынках и с разными активами. Большой ассортимент фондов - скорее плюс, чем минус
Квалификация кадров	Предпочтительнее выбирать компанию, сотрудники которой регулярно повышают свою квалификацию, участвуют в тренингах, имеют высшее образование
Открытость информации	Предпочтительнее выбирать компанию, которая регулярно публикует результаты своей деятельности, имеет сайт, выпускает специализированные периодические издания
Тип фонда	Из открытого фонда можно выйти в любой момент, в интервальных и закрытых существуют заранее оговоренные ограничения
Минимальная сумма взноса	Наиболее привлекательны для инвестора фонда с пониженным порогом вхождения
Обмен паев	Наиболее привлекательна компания, которая предусматривает возможность обмена паев

ПРИЛОЖЕНИЕ Е

Таблица Е.1 - Исходные данные

Цена ПИФа, руб.	Цена нефти, \$	ММВБ, руб.	СЧА, руб.
16,08	56,14	2232,72	229793859,78
14,72	53,62	2104,91	199916838,68
14,16	48,00	1989,64	190917770,15
14,42	49,05	1978	193688744,31
14,34	47,04	1971,59	195220472,33
13,97	42,49	1944,62	194805295,71
13,83	49,72	1891,09	193537965,90
14,07	49,67	1899,01	196262166,86
14,24	48,14	1953,05	200187386,43
14,04	38,66	1871,15	196867935,41
13,41	35,97	1840,17	162783341,29
12,94	34,73	1784,92	131107961,93
13,11	37,60	1761,36	130805728,91
13,27	44,17	1771,05	132026507,35
12,61	48,70	1711,53	123487262,18
12,83	47,98	1642,97	131072378,21
12,83	48,52	1733,17	131072378,21
12,20	53,43	1669	136466506,13
12,30	63,02	1654,55	135020398,66
12,55	65,59	1609,19	137928434,52
12,73	66,78	1688,34	141182467,78
12,65	55,18	1626,18	142122151,65
13,47	60,75	1758,97	152651069,06
11,90	49,15	1647,69	135918482,00
10,79	57,35	1396,61	116131291,08
11,04	70,15	1533,68	113911250,40
10,11	86,02	1488,47	104027154,40
10,64	94,77	1411,07	110150085,41
10,56	102,95	1400,71	110873354,37
10,52	105,60	1379,61	83259560,04

Окончание приложения Е

окончание таблицы Е.1

Цена ПИФа, руб.	Цена нефти, \$	ММВБ, руб.	СЧА, руб.
9,74	108,08	1306,01	78335997,71
9,68	107,66	1369,29	67195195,38
10,52	112,50	1476,38	79355277,06
10,02	110,02	1432,03	81288152,93
10,53	108,85	1444,71	74646303,44
10,53	107,75	1454,45	76194468,15
10,30	111,18	1504,08	76353010,08
10,32	111,04	1479,35	78037601,88
10,35	109,05	1510,21	78947278,96
9,79	108,38	1462,82	76882097,79
9,10	114,2	1364,65	73177492,89
8,77	107,81	1375,79	70486425,32
8,30	101,9	1330,46	65755006,00
8,71	102,12	1350,17	69709330,40
8,80	101,82	1385,88	71709624,63
9,64	110,15	1438,57	81517032,53
9,98	110,9	1486,04	88804783,42
9,94	115,77	1546,76	91840439,47
9,65	110,35	1474,72	90274099,24
9,56	110,35	1405,97	92322438,10
10,43	108,49	1425,7	101851433,15
10,56	112,34	1458,26	102964814,23
9,98	112,48	1422,91	104736950,62
9,67	104,4	1407,02	103392283,35
9,23	92,06	1387,52	105422425,10
9,23	101,69	1306,42	109707028,85
10,30	119,28	1473,5	128722382,71
10,65	122,6	1517,34	137088614,14
10,42	123	1597,67	139553975,12
10,06	111,3	1514,03	14075194